BEITRAG ZUM ANLAGEPROBLEM IN DER LEBENSVERSICHERUNG

INAUGURAL-DISSERTATION

vorgelegt der

philologisch-historischen Abteilung
der philosophischen Fakultät der Universität Basel
zur Erlangung der Würde eines Doktor
der Staatswissenschaften

von

ERIC HEINERTZ
von Helsingborg (Schweden)

1932

Polygraphische Gesellschaft
Laupen Kt. Bern

BEITRAG ZUM ANLAGEPROBLEM IN DER LEBENSVERSICHERUNG

INAUGURAL-DISSERTATION

vorgelegt der

philologisch-historischen Abteilung
der philosophischen Fakultät der Universität Basel
zur Erlangung der Würde eines Doktor
der Staatswissenschaften

von

ERIC HEINERTZ
von Helsingborg (Schweden)

1932

Polygraphische Gesellschaft
Laupen Kt. Bern

Genehmigt von der philologisch-historischen Abteilung der philosophischen Fakultät auf Antrag der Herren Professoren Furlan, Salin und Ritschl.

Basel, den 3. März 1932.

Prof. Dr. H. Ritschl
Dekan

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsangabe.

Seite

Vorwort 5

I. KAPITEL:

Die Kapitalanlagen der Versicherungsgesellschaften 7
Die allgemeinen Grundsätze für die Wahl der Anlagen 7
Die gesetzlichen Vorschriften über die Anlagen 11
Die Kapitalanlagen in verschiedenen Ländern 25

II. KAPITEL:

Die Aktie und die neueren Tendenzen der Anlagepolitik . . . 44

III. KAPITEL:

Der Vergleich von Stammaktien und Obligationen als Dauer-anlagen 67
Eine amerikanische und englische Untersuchung 67
Stammaktien und Obligationen in der Schweiz 74
Literaturverzeichnis 99

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41544316_0011

Vorwort.

Die vorliegende Abhandlung soll einen Beitrag liefern zu dem Problem der Verwendung von Stammaktien als Anlage der Prämienreserve von Versicherungsgesellschaften. Es handelt sich hier um ein Problem, das seit dem Kriegsende unter dem Einfluß der Währungswirren aktuell geworden ist und welches in der Gestalt der Frage nach der Verwendbarkeit der Stammaktien als Daueranlage auch in weiteren als den Versicherungskreisen auftauchte. Ausgehend von einer amerikanischen und einer englischen Untersuchung, welche die Eignung der Stammaktien für diese Zwecke im Vergleich mit den Obligationen auf empirisch-rechnerischem Wege prüften, machten wir es uns zum Hauptziel, dieselbe Aufgabe für ein weiteres Land, die Schweiz, zu lösen. Dabei erschien es uns zweckmäßig, vorerst auf die besondere Natur des Versicherungsbetriebes und seiner Anlagen verweisend, ein Bild dieser Anlagen und der Gesetzgebung auf diesem Gebiete zu entwerfen, um dann den speziellen Gegenstand der Aktienanlage herauszugreifen. Bei der Behandlung der verschiedenen Fragen haben wir die Verhältnisse der Lebensversicherungsgesellschaften in erster Linie und zum Teil auch ausschließlich behandelt, da diese infolge der ihnen eigenen Größe der technischen Reserven in diesem Zusammenhange im Vordergrund des Interesses stehen.

An dieser Stelle möchte ich Herrn Prof. Dr. L. V. Furlan, der mir die Anregung zur Ausarbeitung dieser Abhandlung gab, meinen tiefempfundenen Dank für seinen Rat und das Interesse, das er meiner Arbeit entgegenbrachte, aussprechen. Ferner sei

auch allen denjenigen, die mir bei der Beschaffung des Materials behilflich waren, gedankt, vor allem Herrn Generaldirektor V. Stein von der Basler Lebensversicherungsgesellschaft, Herrn Prof. Dr. E. Dumas, dem Direktor des Eidgenössischen Versicherungsamts in Bern und dem schweizerischen Wirtschaftsarchiv in Basel.

Basel, im April 1932.

Der Verfasser.

I. Kapitel.

Die Kapitalanlagen der Versicherungsgesellschaften.

Die allgemeinen Grundsätze für die Wahl der Anlagen.

Die allgemeinen Grundsätze der Anlagetätigkeit der Versicherungsgesellschaften, nämlich diejenigen, welche sich auf Sicherheit, Rentabilität und Liquidität der Anlagen beziehen, ergeben sich aus dem Wesen des Versicherungsgedankens und aus den Eigenheiten der Betriebstechnik der Versicherungsgesellschaft.

Wenngleich die Versicherungsgesellschaften bei der Anlage der riesigen Kapitalien, die bei ihnen zusammenfließen, mit den eigentlichen Kreditinstituten, welche Kreditgeschäfte als Haupt- oder einzige Tätigkeit betreiben, in Konkurrenz treten, so haben sie hierbei wesentlich andere Richtlinien, als sie von diesen befolgt werden, innezuhalten. Das ergibt sich aus der Tatsache, daß die Anlagetätigkeit den Versicherungsgesellschaften nur eine Nebenquelle erschließt und sich als Tätigkeit sekundärer Natur in den Rahmen des Versicherungsgeschäftes, des Hauptaufgabenkreises, einzufügen hat, ohne daß dieser Störungen dabei erleidet. Die Aufgabe der Versicherungsgesellschaft liegt in der Erfüllung der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen, und sie hat sich darauf einzustellen, daß sie diesen Verpflichtungen in normalen und auch in ungünstigen Zeiten, wenigstens soweit dies nach menschlicher Voraussicht möglich ist, nachkommen kann. Um dieser Aufgabe genügen zu können, haben die Versicherungsgesellschaften natürlich auf die Erhaltung des Kapitals, vor allen Dingen der Prämienreserve, zu achten. Es ergibt sich also zu-

nächst das Erfordernis der Sicherheit der Anlagen. Dieses Erfordernis kann nur ganz allgemeiner Natur sein, da sich keine Norm aufstellen läßt, die für alle Länder und Zeiten diejenigen Anlagetypen herausstellt, welche als sicher anzusehen sind und welche dies nicht sind.

Die Forderung der Sicherheit der Anlagen wird in der Hauptsache durch den Grundsatz, daß Versicherungsgesellschaften spekulative Anlagen zu vermeiden haben, zum Ausdruck gebracht. Sozusagen sämtliche von Staats wegen vorgenommenen Beschränkungen der Versicherungsgesellschaften auf dem Gebiete der Kapitalanlagen tragen in irgendeiner Form diesem Grundsatze Rechnung. Es erhebt sich hier die Frage, welche Werte als spekulativ zu bezeichnen sind. Zunächst ist festzustellen, daß die Versicherungsgesellschaft andere Maßstäbe anlegt, als die sonst üblichen. Anlagen, die anderen Kapitalinvestitoren noch nicht als spekulativ erscheinen, können dies vom Standpunkte einer Versicherungsunternehmung sehr wohl sein. So wird die Anlage der Versicherungsgelder in Aktien, vor allem in Industrieaktien, im großen und ganzen als spekulativ angesehen, besonders dann, wenn diese Anlageform in größerem Ausmaße benützt wird, während beispielsweise der Ankauf erstklassiger Aktien, der von einem anlagesuchenden Privatmann vorgenommen wird, durchaus nicht spekulativ genannt wird. Mit dem Hinweis auf die Aktie ist auch der Hauptfall der für den Versicherungsgebrauch als spekulativ zu bezeichnenden Anlagen angeführt worden. Doch handelt es sich hier nicht um ein ganz unumstrittenes Dogma, und ferner ist die Einstellung zu der Aktie in den verschiedenen Ländern und zu verschiedenen Zeiten nicht immer dieselbe. An dieser Stelle soll nur darauf hingewiesen werden, daß die Aktie heute in allen Ländern, vor allem auf dem Kontinent, eine sehr zurücktretende Rolle spielt, wenn sie überhaupt bei der Anlegung zur Verwendung kommt.

Der weitere Grundsatz für die Anlagepolitik der Versicherungsgesellschaften ist die Forderung der Rentabilität der Anlagen. Da der Ertrag der Kapitalien neben dem Gewinn aus dem eigent-

lichen Versicherungsgeschäft im finanziellen Aufbau der Versicherungsinstitute ein notwendiger Faktor ist, so muß dieser regelmäßig in angemessener Höhe einfließen. Dabei darf er den rechnungsmäßigen Zinsfuß nicht unterschreiten, da sonst erhebliche Störungen des Betriebes eintreten müssen. Ein Zinsenausfall, der den Ertrag unter die berechnete Höhe bringt, würde eventuell zur Folge haben, daß die Kapitalreserven angegriffen oder daß die Prämien bei den künftigen Versicherungsverträgen erhöht werden müßten.

Besonders große Bedeutung hat der Zinsfuß bei den Lebensversicherungsgesellschaften gewonnen, was bei der Größe ihrer technischen Reserven leicht zu verstehen ist. Bei den Sachversicherungsunternehmungen tritt die Bedeutung des Zinsfußes mit dem kleineren Ausmaß der Reserven zurück, aber selbstverständlich muß auch hier die Forderung der Rentabilität der Anlagen gewahrt werden.

Da heute die Gewinne in der Lebensversicherung im wesentlichen den Versicherten zufließen, so spielt jetzt die Höhe der Erträge im Konkurrenzkampf der Gesellschaften eine wichtigere Rolle, als das früher der Fall gewesen ist. Die Versicherungsunternehmungen haben deshalb ein besonderes Interesse daran, ihre Anlagen möglichst hoch verzinslich anzulegen. Doch ganz allgemein genommen, läßt es sich bekanntlich sagen, daß mit der Höhe des Ertrages auch das Risiko der Anlage wächst. Hier begegnen wir uns wieder mit der Forderung der Sicherheit der Anlagen, welche von der der Rentabilität nicht zu trennen ist, da beide in enger Wechselbeziehung zueinander stehen.

Von großer Bedeutung für die Wahl der Anlagen ist ferner der Gesichtspunkt der Liquidität. Der Liquiditätsgrad muß abhängen von der Natur der Zahlungsverpflichtungen. Auf der unterschiedlichen Gestaltung dieser letzteren in den einzelnen Versicherungszweigen beruht deshalb die Verschiedenheit der Liquiditätsgrade ihrer Anlagen. Besonders stark treten die Unterschiede zwischen den Lebens- und den Sachversicherungsgesell-

schaften hervor, während die Unfall- und Haftpflichtversicherung auf einer Zwischenstufe steht[1].

Die Auszahlungen der Lebensversicherungsgesellschaften sind meistens erst nach Ablauf längerer Zeitdauer, erst nach Jahren und Jahrzehnten fällig und lassen sich auf mathematisch-statistischem Wege sehr genau vorausbestimmen. In dieser letzteren Tatsache liegt der entscheidende Gegensatz zu den übrigen Versicherungszweigen, bei welchen dies nur in mehr oder weniger beschränktem Maße möglich ist. Da die Mittel, welche die Lebensversicherungsgesellschaften jeweils zum Zwecke der Auszahlung bereitstellen, verglichen mit der Größe der Reserven gering sind, so erhellt, daß die Liquiditätsfrage für die Anlagen der Lebensversicherungsunternehmen keine so große Rolle spielen kann. Aus diesem Grunde finden wir bei diesen relativ wenig Mittel flüssiger Natur, wie Kassenbestände, vor, während im übrigen die verschiedensten Anlagegattungen ohne Rücksicht auf Liquiditätserwägungen zur Anwendung kommen.

Bei der Sachversicherung dagegen, wo die Betriebe bei weitem keine so sichere statistische Grundlage, wie es die Absterbeordnungen sind, besitzen, und deren Zahlungsverpflichtungen deshalb von zum voraus viel weniger bestimmbaren Ereignissen abhängen, muß die Liquidität der Aktiven entsprechend größer sein.

Bei der Unfall- und Haftpflichtversicherung liegen statistische Grundlagen vor, die, wenn sie auch nicht denjenigen der Lebensversicherung gleichkommen, doch eine im allgemeinen bedeutend geringere Liquidität zulassen, als sie bei den Sachversicherungsgesellschaften möglich ist.

Zum Abschluß dieses Abschnitts sei noch darauf hingewiesen, daß sich auch aus der Verwaltung der verschiedenen Anlagen gewisse Richtlinien für die Wahl derselben herleiten lassen. Da die Prüfung der Anlagefähigkeit bei den Versicherungsgesellschaften ein Geschäftskreis sekundärer Natur ist, so haben sich

---

[1] Vgl. Hilbert, H.: Die Kapitalanlagen der deutschen Privatversicherungsgesellschaften. Eine banktechnische Studie. Jena 1908. (S. 16.)

die Anlagen auch in diesem Punkte den Hauptzwecken des Versicherungsbetriebes anzupassen. Die Verwaltung der Anlagen muß deshalb möglichst einfach sein, darf nicht eines zu großen Sonderapparates bedürfen, der im Versicherungsbetrieb einen störenden Fremdkörper darstellen würde. So sind beispielsweise Handelswechsel, abgesehen von der niedrigen Verzinsung, eine wenig geeignete Anlage, da diese ein besonderes Organ zur Prüfung der Zahlungsfähigkeit der Schuldner und zur Einziehung der fälligen Summen voraussetzt, was zu weit über den Rahmen eines Versicherungsbetriebes hinausgehen würde.

Die gesetzlichen Vorschriften über die Anlagen.

Als die soziale Bedeutung des Versicherungswesens allmählich ein Ausmaß von Bedeutung anzunehmen begann, wuchs das öffentliche Interesse an seiner gedeihlichen und soliden Entwicklung, und es drang die Erkenntnis durch, daß der Staat die Pflicht habe, diesem Gebiete seine besondere Aufmerksamkeit zuzuwenden. Die mehr oder weniger umfassenden gesetzgeberischen Maßnahmen, die getroffen wurden, um in diesem Sinne in das Versicherungswesen regelnd einzugreifen, sind ein Produkt der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts.

Diese Intervention ist in den einzelnen Staaten ungleich weit geschritten. Man unterscheidet die verschiedenen Versicherungsaufsichtsgesetzgebungen nach den drei folgenden Systemen[1]:

1. das Publizitätssystem, wie es für die Versicherung namentlich in Großbritannien herrscht, legt den Versicherungsgesellschaften die Verpflichtung auf, periodisch Bilanzen und weitere Angaben über den Betrieb zu veröffentlichen;
2. das System der Normativbestimmungen, welches heute nur noch in wenigen Ländern auftritt, gibt dem Staate die Befugnis, Vorschriften zu erlassen über Anforderungen,

[1] Vgl. Manes, A.: Versicherungswesen. System der Versicherungswirtschaft. 1. Bd. Leipzig und Berlin 1930.

denen bei der Eröffnung des Versicherungsbetriebes Genüge geleistet werden muß;

3. das System der materiellen Staatsaufsicht, das heute sich immer mehr durchsetzende System, ist dadurch gekennzeichnet, daß nicht nur Anforderungen für die Eröffnung des Betriebes zu erfüllen sind, sondern daß der Staat mit Hilfe einer für diesen Zweck besonders geschaffenen Aufsichtsbehörde ständig darüber wacht, daß die Bestimmungen für die Erlangung der Konzession auch späterhin eingehalten werden. Das erste Gesetzgebungswerk dieser Art ist das schweizerische Aufsichtsgesetz vom Jahre 1885, welches in dieser Richtung bahnbrechend gewirkt und anderen Staaten als Vorbild gedient hat.

Viele dieser Gesetze enthalten auch hinsichtlich der Kapitalanlagen Vorschriften, andere stellen es der Aufsichtsbehörde anheim, über die Eignung der Anlagen zu wachen. Die Anlagevorschriften bilden in der Regel keine grundlegende Umgestaltung der bereits bestehenden Anlagepraxis, sondern richten sich gewöhnlich nach den als gesund anerkannten Tendenzen derselben und verfolgen dabei lediglich den Zweck, die schädlichen Auswüchse derselben in der Zukunft nach Möglichkeit auszumerzen. Neben dem Streben des Staates, die Solidität der Anlagen zu wahren, können aber auch andere Gründe mitbestimmend sein oder allein zu Anlagebestimmungen führen, wie das Kreditbedürfnis des Staates selbst.

Im folgenden soll eine kurze Orientierung über einige der wichtigsten Gesetze dieser Art gegeben werden, wobei auch die Gründe ihres Entstehens und ihrer allfälligen Änderung gestreift werden sollen.

Das schweizerische „Bundesgesetz betreffend Beaufsichtigung von Privatunternehmungen im Gebiete des Versicherungswesens“ vom 25. Juni 1885 enthält keine speziellen Vorschriften über die Kapitalanlagen. Im Bericht des Eidgenössischen Versicherungsamts über das Jahr 1886 wird erklärt, daß die Staatsaufsicht unmög-

lich alle Verwaltungsakte der Versicherungsgesellschaften kontrollieren könne. Über den Begriff der sicheren Geldanlage bestünden die verschiedensten Anschauungen, was eine einheitliche Regelung dieses Gebiets zu einer besonders heiklen Aufgabe mache. Der Gesetzgeber wagte deshalb nicht, „gewissen Kategorien von Geldanlagen in globo ein Privilegium der Vertrauenswürdigkeit zu erteilen" und überließ es dem Versicherungsnehmer, „nach seinem Geschmack und Gefühl" die Wahl der Gesellschaft zu treffen (Berichte 1898, 1899). Außerdem wird darauf hingewiesen, daß die Aufsicht über die Anlagen eine Aufgabe der Versicherten und Aktionäre sei und von diesen viel eingehender durchgeführt werden könne, als es einer „an ihr Verwaltungsbureau gefesselten Staatsbehörde" möglich sei. Zur Erleichterung dieser Aufgabe sollen die vergleichenden Übersichten über die Anlagen der verschiedenen Gesellschaften, welche in den Berichten des Versicherungsamts enthalten sind, dienen (Bericht 1886). Auch der Gesichtspunkt der Freizügigkeit des Kapitals hat den Gesetzgeber dazu bestimmen geholfen, von einer normativen Regelung der Anlagen abzusehen, da eine solche immer eine Beschränkung der Anlagemöglichkeiten bedeutet[1] [2].

Wie wir sehen werden, ist man neuerdings von diesem Standpunkt abgekommen und hat Vorschriften über die zu verwendenden Anlageformen gemacht.

Obwohl das Gesetz von 1885 hinsichtlich der Anlagen keine Vorschriften enthält, so sind die Gesellschaften in der Wahl ihrer Anlagen durchaus nicht völlig frei. Gesellschaften, die die Konzession zum Geschäftsbetriebe in der Schweiz zu erwerben wünschen, haben der Aufsichtsbehörde eingehende Berichte über die Geschäftsgebarung vorzulegen; dasselbe ist den bereits konzessionierten Gesellschaften vorgeschrieben. Außerdem steht dem Aufsichtsamt die Befugnis zu, jederzeit in die Bücher der Gesell-

[1] Vgl. Botschaft zum Kautionsgesetz von 1919, vom 9. Dezember 1916.

[2] Siehe auch Botschaft des Bundesrates betr. den Entwurf eines Gesetzes über den Geschäftsbetrieb von Versicherungsunternehmungen im Gebiete des Versicherungswesens vom 13. Januar 1885. (S. 120.)

schaften Einblick zu nehmen. Das mit weitgehenden Vollmachten ausgerüstete Aufsichtsamt kann nun im Zusammenhang mit dieser Einsichtnahme auf die Vermeidung von Anlagen, die die sichere Fortführung des Betriebes gefährden, hinwirken[1] [2].

Aus öffentlichen Publikationen ist nur wenig über den Einfluß des Versicherungsamts bekannt geworden, wie die bereits erwähnte ablehnende Haltung spekulativen Werten, vor allen den Aktien gegenüber. In seinem Bericht von 1901 (S. 24) schreibt das Amt: „Wir haben bis jetzt uns enthalten, einen Kanon für die Geldanlagen aufzustellen, sondern in der Mannigfaltigkeit der Geldanlagen eine Teilung des Risikos sehend, uns darauf beschränkt, vor Spekulationspapieren, insbesondere vor Anlegung der Reserven in Aktien zu warnen und überdies das Publikum in Kenntnis zu setzen von der Art der Geldanlagen, welche die Lebensversicherungsgesellschaften der verschiedenen Länder jeweilen bevorzugen."

Im übrigen läßt sich die Einstellung des Amts zu der Anlagepolitik erkennen aus den Anlagevorschriften zu dem Kautionsgesetz und zu dem neuen Sicherstellungsgesetz.

Hinsichtlich der Anlage der Kautionen waren lange Zeit hindurch keine Bestimmungen erlassen worden, bis der Krieg und die mit diesem verbundene Währungszerrüttung in manchen Ländern die Notwendigkeit von solchen deutlich zeigte. Der Hauptgegenstand der Neuerung war allerdings die Einführung einer Vorschrift, nach welcher die Kautionen der ausländischen Versicherungsunternehmungen in schweizerischer Währung zu bestellen sind, die Beseitigung eines Mangels, der sich beim Zusammenbruch der acht deutschen Versicherungsgesellschaften sehr fühlbar machte, da sich diese Gesellschaften außerstande sahen,

---

[1] Siehe auch Botschaft des Bundesrates betr. den Entwurf eines Gesetzes über den Geschäftsbetrieb von Versicherungsunternehmungen im Gebiete des Versicherungswesens vom 13. Januar 1885. (S. 120.)

[2] Vgl. Kuhn, G.: Die Kapitalanlagen in der Lebensversicherung, mit besonderer Berücksichtigung schweizerischer Verhältnisse. Weinfelden 1927. (S. 155 ff.)

mittels ihrer entwerteten, in deutschen Werten angelegten Reserven den schweizerischen Zahlungsverpflichtungen gerecht zu werden. Nur der Zuwachs des Deckungskapitals war in schweizerischen Werten angelegt, aber erst seit 1915 (Beschluß des Bundesrats vom 5. Oktober 1915). Das Kautionsgesetz vom 4. Februar 1919 bestimmte nun, daß der größte Teil (3/4) der Kautionen in schweizerischer Währung zur Verfügung zu halten sei (Übergangsfristen können zwar vom Bundesrat bewilligt werden). In der Vollziehungsverordnung zu diesem Gesetz[1] werden die Bestimmungen über die Anlegung dieser Kautionen gegeben:

Als Kautionswerte sind zugelassen (Art. 8):

1. Schweizerische Werte:

   Schuldverschreibungen des Bundes, der Kantone und der Gemeinden oder solche, deren Rückzahlung oder Verzinsung durch den Bund, einen Kanton oder eine Gemeinde gewährleistet wird; Schuldverschreibungen der selbständigen wirtschaftlichen Unternehmungen des Bundes und der Kantone;

   Forderungen, für die (gemäß Z. G. B. Titel 22) durch Grundpfand Sicherheit geleistet ist;

   Pfandbriefe (gemäß Z. G. B. Art. 916—918).

2. Ausländische Werte:

   Schuldverschreibungen des Staates oder öffentlich-rechtlicher Körperschaften und solche, deren Rückzahlung oder Verzinsung durch den Staat oder öffentliche Körperschaften gewährleistet wird;

   Forderungen, für die nach dem Rechte des ausländischen Staates durch Grundpfand ausreichende Sicherheit geleistet ist.

---

[1] Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz vom 25. Juni 1885 betreffend Beaufsichtigung von Privatunternehmungen im Gebiete des Versicherungswesens und zum Bundesgesetz vom 4. Februar 1919 über die Kautionen der Versicherungsgesellschaften vom 16. August 1921.

Das Versicherungsamt entscheidet über die Eignung der als Kaution angebotenen Werte und teilt der Gesellschaft mit, zu welchem Betrag die Werte als Kaution angerechnet werden (Art. 9). Das Kautionsgesetz hat in der Hauptsache die Kautionstellung der ausländischen Lebensversicherungsgesellschaften im Auge, während die Kautionspflicht der inländischen Gesellschaften eine weit geringere Rolle spielt und dem Umfange nach im Gesetz gar nicht festgelegt ist. Der Bundesrat hat die Betriebsverhältnisse jeder Gesellschaft zu prüfen und auf Grund der Feststellungen die Kautionssumme zu bestimmen, welche von jeder einzelnen Gesellschaft zu bestellen ist (siehe Kautionsgesetz, Art. 3).

In der neuesten Zeit ist man, dem Beispiel anderer Länder folgend, dazu übergegangen, auch von den inländischen Gesellschaften eine materielle Sicherstellung ihres Versicherungsbestandes zu fordern. Nach dem Sicherstellungsgesetz vom 25. Juni 1930[1] ist von den Lebensversicherungsgesellschaften ein Sicherungsfonds zu bilden, dem Werte in der Höhe des Deckungskapitals zu überweisen sind, indem diese Werte in ein nach der Weisung des Bundesrats zu erstellendes Register eingetragen werden.

Die entscheidende Neuerung für die schweizerische Anlagepolitik, welche einen Bruch mit alten Anschauungen darstellt, ist die auf dem Verordnungswege vom Bundesrat bestimmte Liste der für diesen Versicherungsfonds zulässigen Werte[2]. Irgendwelche Umwälzungen der Anlagepraxis wird diese Vorschrift jedoch nicht zum Gefolge haben, da sie den bisher eingehaltenen Richtlinien derselben angepaßt ist. Überdies ist dem Aufsichtsamt die Befugnis zuerkannt worden, auch andere als die vorgeschriebenen Werte für die Bestellung des Sicherungsfonds zu genehmigen, sofern besondere Gründe vorliegen (Art. 13 der Verordnung).

---

[1] Bundesgesetz über die Sicherstellung von Ansprüchen aus Lebensversicherungen inländischer Lebensversicherungsgesellschaften.

[2] Vgl. Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmungen (vom 11. September 1931).

Die zugelassenen Werte sind nach Art. 12 dieser Verordnung die folgenden:

Schuldverschreibungen von Staaten und öffentlich-rechtlichen Körperschaften und solche, deren Rückzahlung oder Verzinsung durch einen Staat oder eine öffentlich-rechtliche Körperschaft gewährleistet ist;

Schuldverschreibungen, die durch Grundpfand sichergestellt sind;

Pfandbriefe und Gülten;

Schuldverschreibungen von Banken, die ihre Jahresrechnung veröffentlichen;

börsengängige Schuldverschreibungen von Privatunternehmungen;

Schuldverschreibungen von Privatunternehmungen, an denen der Staat oder eine Gemeinde mehrheitlich beteiligt sind;

Schuldverschreibungen, die durch Werte der bisher genannten Art faustpfändlich sichergestellt sind;

in der Schweiz gelegene Grundstücke.

Das Versicherungsamt kann allgemein oder für einzelne Gesellschaften bestimmen, in welchem Umfange der Sicherungsfonds in den fünf zuletzt genannten Werten bestellt werden darf, und kann auch die Bedingungen ihrer Zulassung festsetzen.

Die deutschen Anlagevorschriften finden wir zunächst im Reichsgesetz über die privaten Versicherungsunternehmungen vom 12. Mai 1901, welches sich mehr oder weniger an das österreichische Vorbild hält[1] (Reichsgesetzblatt 1901, S. 139). Nach § 59 dieses Aufsichtsgesetzes kann die Anlegung erfolgen:

[1] Das österreichische Gesetz betreffend Errichtung, Einrichtung und Geschäftsgebarung von Versicherungsanstalten vom 5. März 1886, das 1921 hinsichtlich der Anlagevorschriften eine nur unwesentliche Änderung erfuhr, enthält auf diesem Gebiete sehr genaue Bestimmungen und legt in bezug auf die Anlage der Prämienreserve das Hauptgewicht auf pupillarsichere Werte.

1. in der im § 1807 (Abs. 1, Nr. 1—4) des Deutschen Bürgerlichen Gesetzbuches für die Anlegung von Mündelgeld vorgeschriebenen Weise, nämlich in inländischen Hypotheken, in Schuldverschreibungen des Reiches und der Bundesstaaten, in staatlich gewährleisteten Forderungen, in Wertpapieren von öffentlich-rechtlichen Körperschaften, soweit sie der Bundesrat für geeignet erklärt, bei öffentlichen Sparkassen, die staatlich hierzu geeignet befunden worden sind. Außerdem dürfen die Bestände bis höchstens zum zehnten Teil des Prämienreservefonds in Wertpapieren, welche nach Landesgesetz zur Anlegung von Mündelgeld zugelassen sind, sowie in solchen auf den Inhaber lautenden Pfandbriefen deutscher Hypotheken- und Aktienbanken angelegt werden, welche die Reichsbank in Klasse I beleiht;
2. gegen Verpfändung der unter Nr. 1 aufgeführten Werte;
3. in Policendarlehen;
4. mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde in Schuldverschreibungen inländischer kommunaler Körperschaften, Schul- und Kirchgemeinden, sofern sie von seiten des Gläubigers kündbar sind oder einer regelmäßigen Tilgung unterliegen.

Kann die Anlegung der Mittel unter Umständen nicht in der genannten Weise erfolgen, so ist eine vorübergehende Anlegung bei der Reichsbank, einer Staatsbank oder einem durch die Aufsichtsbehörde für geeignet erklärten andern Institut gestattet.

Diese Gesetzgebung bestimmte im wesentlichen das Bild der deutschen Anlagen bis zum Erlaß der neuen Bestimmungen, der erst in der letzten Periode der Markentwertung zustande kam. Als die Inflation eintrat, erwies sich die gesetzliche Einschränkung als zu eng, da sie es unmöglich machte, die Vermögensbestände in Werten anzulegen, die von der Markentwertung nicht betroffen wurden. Die Inflation traf gerade die mündelsicheren und übrigen vorgeschriebenen Werte in hohem Maße. Es ist denn auch dem Gesetz von 1901 vielfach der Vorwurf gemacht worden, die gewaltigen Verluste der deutschen Unternehmungen während des

Währungszerfalls mitverursacht zu haben [1]. Auch kann dem Gesetze vorgeworfen werden, die Zahlungsunfähigkeit vieler deutscher Gesellschaften gegenüber ausländischen Forderungen mitbedingt zu haben, da es vorschrieb, daß die Deckung der im Auslande abgeschlossenen Verträge in deutschen Anlagen zu erfolgen habe, soweit das betreffende ausländische Gesetz nichts anderes bestimmte (Art. 7 des Gesetzes von 1901).

In der Nachkriegszeit zeigte sich also die Notwendigkeit, die gesetzlich vorgesehenen Anlagemöglichkeiten zu erweitern, um den Versicherungsgesellschaften Gelegenheit zu bieten, wertbeständige Anlagen machen zu können.

Den Anfang in diesen Maßnahmen bildete das Reichsgesetz vom 30. Dezember 1921 (Reichsgesetzblatt 1922, S. 42), welches gestattete, daß die Prämienreserve, welche zur Deckung von Versicherungen diente, die in ausländischer Währung abgeschlossen wurden, gemäß den vom Reichsaufsichtsamt später erlassenen Vorschriften [2] in Werten, die auf die gleiche Währung lauten, angelegt werden dürfen. Damit war dem „Prinzip der valuta-

---

[1] Vgl. David, Werner: Wandlungen in den Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherungsunternehmungen seit Ausbruch des Weltkrieges. Berlin 1927. (S. 33.)

Vgl. vor allem auch die Begründung der Novelle zum Versicherungsaufsichtsgesetz, in welcher (zu Art. 1 Nr. 7) zugegeben wird: „Es kann nicht bestritten werden, daß diese den Lebensversicherungsunternehmungen gesetzlich auferlegte Beschränkung (auf die Anlage in mündelsicheren Wertpapieren) in der Vermögensanlage, die in wirtschaftlich normalen Zeiten zu Beschwerden wenig Anlaß gab, in den letzten Jahren des wirtschaftlichen Niederganges die Gesellschaften in ihrer finanziellen Bewegungsfreiheit sehr behindert und gleichzeitig geschädigt hat."

[2] Das Reichsaufsichtsamt schrieb diesem Gesetze zufolge am 6. Mai 1922 für den in Frage stehenden Zweck folgende Werte vor: a) Schuldverschreibungen des betreffenden Staates; b) vom betreffenden Staate gewährleistete Schuldverschreibungen; c) Policendarlehen; d) mit Zustimmung des Aufsichtsamts auch andere sichere Vermögensanlagen des betreffenden Auslandstaates. (Siehe Veröffentlichungen des Reichsaufsichtsamts für Privatversicherung. 21. Jhg., S. 74.)

Diese Vorschriften wurden später in den Ausführungsbestimmungen zum Reichsgesetze von 1923, der Novelle zum Aufsichtsgesetz, ergänzt.

mäßigen Bedeckung der Prämienreserve“ (wie G. Kuhn die hier zugrunde liegende Forderung in seinem Buche nennt), dessen Bedeutung erst beim Währungszerfalle voll erkannt worden war, Rechnung getragen. Diese Erleichterung ist aber durch die deutsche Devisengesetzgebung, die bald darauf erfolgte und die Anschaffung ausländischer Wertpapiere stark erschwerte, wesentlich beschränkt worden[1].

Den entscheidenden Schritt in der gesetzlichen Neuregelung der Anlagevorschriften brachte die Novelle zum Versicherungsaufsichtsgesetz von 1901, die am 19. Juli 1923 erlassen wurde[2]. Sie enthält eine wesentliche Erweiterung der Anlagemöglichkeiten und eine wichtige Abänderung der Bilanzierungsvorschriften, die in einem späteren Kapitel dargestellt werden soll. In der Begründung dieses Gesetzes wird u. a. geltend gemacht, daß den Gesellschaften eine bessere Ausnutzung ihres Vermögens durch „vorteilhaftere Anlegung ermöglicht werden muß, soweit dies mit dem Gebot der ausreichenden Sicherheit der Anlage noch vereinbar ist“. Die wichtigste Neuerung, welche in diesem Sinne eingeführt wurde, war die Zulassung der Aktien und Grundstücke für die Anlagen der Prämienreserve, zwei Anlageformen, die in der Vorkriegszeit für diesen Zweck entschieden abgelehnt worden waren. Ferner wurden auch Industrie- und andere Obligationen zugelassen. Außerdem sind die Wertpapiere, welche nach Landesgesetz zur Anlegung von Mündelgeld zugelassen sind und die auf den Inhaber lautenden Pfandbriefe deutscher Hypotheken- und Aktienbanken, welche die Reichsbank in Klasse I beleiht, die nach der alten Fassung des Gesetzes zur Anlegung der Bestände nur erlaubt waren, soweit sie den zehnten Teil des Prämienreservefonds nicht überschritten, nun ohne solche Beschränkung aufgeführt.

Gemäß den Verfügungen dieses Gesetzes hat das Aufsichts-

---

[1] Vgl. David, Werner: a. a. O., S. 26, 27.

[2] Reichsgesetz zur Änderung des Gesetzes über die privaten Versicherungsunternehmungen vom 19. Juli 1923. Reichsgesetzblatt 1923, S. 684.

amt nähere Bestimmungen über Art, Umfang und Berechnung der vorgeschriebenen Anlagen erlassen, welche unter Beratung mit beteiligten Staatsbehörden und privaten Interessentengruppen getroffen worden sind. Diese Vorschriften[1] verfügten u. a., daß die Aktien[2] 10% des Prämienreservesolls nicht übersteigen dürfen, während kurzfristige Forderungen und Industrieobligationen in der Regel nicht 10% und keinesfalls 20% übersteigen sollen. Ferner wird gefordert, daß die Grundstücke, welche der Anlage dienen, unbelastet oder doch sozusagen unbelastet sind.

In bezug auf die neueste Entwicklung der deutschen Aufsichtsgesetzgebung und ihre Ursachen, verweisen wir auf das II. Kapitel dieser Abhandlung.

In Frankreich finden wir schon sehr früh eine gesetzliche Regelung des Versicherungswesens, die auch über die Kapitalanlagen Vorschriften enthält. Diese Vorschriften, welche den Gesellschaften eine weitgehende Beschränkung auferlegen, sind in dem Ausführungsdekret vom 22. Januar 1868[3], das zum Gesetz vom 24. Juli 1867 erlassen wurde, enthalten und bestimmen, daß alle Mittel, welche nicht dem laufenden Betriebe dienen, in den folgenden Werten angelegt werden müssen: in Immobilien, Staatsrenten, Schatzscheinen oder andern vom Staate geschaffenen oder garantierten Werten; in Aktien der Banque de France; Obligationen von Departementen und Kommunen, des Crédit Foncier oder solchen französischen Eisenbahngesellschaften, welche eine Zinsgarantie des Staates genießen. (Für die Gegenseitigkeitsgesellschaften fallen die Immobilien weg.)

---

[1] Vgl. Rundschreiben vom 31. Juli 1923, 21. Januar 1925 und vom 25. Mai 1925 (in den entsprechenden Jahrgängen der Veröffentlichungen des Reichsaufsichtsamts).

[2] Hinsichtlich der weiteren Bestimmungen über die Zulassung der Aktien siehe II. Kapitel, S. 51.

[3] Vgl. Memento alphabétique de la Législation sur les Sociétés, Paris, Georges Roustain.

Vgl. auch Kummer: Die Gesetzgebung der europäischen Staaten betr. die Staatsaufsicht über die privaten Versicherungsanstalten, Bern 1883.

Das Dekret vom 10. Juli 1901 brachte eine wesentliche Erweiterung dieser sehr engen Anlagemöglichkeiten[1]. Unter den neu hinzugetretenen Anlagen sind die Hypotheken, Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften, Darlehen auf Effekten und ferner öffentliche Effekten aller Art, französischen und ausländischen Ursprungs zu nennen.

Diese Erweiterung war von den Gesellschaften angesichts des Anwachsens der Zahl der auf den Markt kommenden Wertschriften gefordert worden.

Eine weitere Regelung der Anlagen der Lebensversicherungsgesellschaften brachte das in Ausführung des Gesetzes über die Beaufsichtigung der Lebensversicherungsgesellschaften vom 17. März 1905 erlassene Dekret vom 9. Juni 1906[2].

Dieses Gesetz, welches sich vom vorhergehenden nicht sehr wesentlich unterscheidet, schreibt folgende Anlagearten vor:

1. In unbegrenztem Umfange zugelassen sind:

   Französische Staatspapiere oder vom französischen Staate hinsichtlich Kapital oder Ertrag garantierte Wertschriften; volleinbezahlte und marktfähige Obligationen der Departemente, Kommunen und Handelskammern von Frankreich und Algerien; ländliche und kommunale Obligationen des Crédit Foncier de France; Darlehen auf alle diese Wertschriften bis zu 75 % ihres Kurswertes; Vorschüsse auf Policen des Unternehmens; Hypotheken auf bebaute städtische Grundstücke in Frankreich, wobei diese hypothekarische Beleihung einschließlich der bereits eingetragenen Hypotheken 50 % des Kurswertes der Grundstücke nicht überschreiten soll.

---

[1] Vgl. Bulletin des Lois de la République Française, Nr. 2293, 14. Juli 1901.

[2] Vgl. 6. Internat. Kongreß f. Versicherungswissenschaft. A. Manilève: Placements de l'actif des institutions d'assurances.

Ferner: Surveillance et contrôle des Sociétés d'Assurances sur la vie (Loi du 17 mars 1905 et Décrets d'Administration Publique). Paris 1906, Librairie Chevalier & Rivière.

2. Bis zu $^2/_5$ der Aktiven zugelassen sind:

   Darlehen an Departemente, Kommunen und Handelskammern von Frankreich und Algerien, ebenso an französische Kolonien oder Protektoratsländer; in Frankreich oder Algerien befindliche Immobilien; hypothekarische Beleihung dieser Grundstücke bis zu 50 % ihres Wertes, und zwar unter derselben Bedingung, die unter Ziff. 1 angeführt ist.

3. Höchstens bis zu $^1/_4$ der Aktiven zugelassen sind:

   Französische oder ausländische Wertschriften aller Art, welche an der Pariser Börse kotiert und auf einer Liste eingetragen sind, welche die Generalversammlung vor dem Ankauf genehmigt hat; in französischen Kolonien oder Protektoratsländern befindliche Immobilien; hypothekarische Beleihung auf diese Immobilien bis zu 50 % des Wertes unter der obgenannten Bedingung.

Diese Vorschriften haben im Laufe der Zeit verschiedene Abänderungen und Ergänzungen erfahren, die hier nicht wiedergegeben werden sollen. Die Hauptgedanken dieses Gesetzgebungswerkes sind jedoch erhalten geblieben, so daß die Wiedergabe des obigen Dekrets zur Charakterisierung der französischen Aufsicht genügt.

In den Vereinigten Staaten von Nordamerika ist es nie zu einer einheitlichen Bundesgesetzgebung auf dem Gebiete des Versicherungswesens gekommen, obwohl Bestrebungen in dieser Richtung hin und wieder gemacht worden sind. Namentlich von seiten der Gesellschaften ist dieser Wunsch oft angeregt worden[1], da sie unter der Zersplitterung der Gesetzgebung, die fast in jedem Bundesstaate besonders geregelt ist, viel zu leiden hatten.

[1] Vgl. Meyer, F.: Die Kapitalanlagen europäischer und amerikanischer Lebensversicherungsgesellschaften und deren Wandlungen in den letzten Jahrzehnten, mit besonderer Berücksichtigung der deutschen Verhältnisse. Leipzig 1930, S. 146.

Namentlich um die Jahrhundertwende, aber auch über das folgende Jahrzehnt hinaus kamen zahlreiche Gesetze zustande, die in blinder Willkür die Versicherungsgesellschaften schädigten. Stellenweise wurde die Staatsaufsicht von der Parteipolitik des betreffenden Staates beeinflußt und nicht selten mußte sie sogar Privatinteressen dienen. Manche Staaten suchten die Gesellschaften auf allen möglichen Wegen auszunutzen und es kam sogar häufig vor, daß auch einzelne Vertreter der Behörde aus den herrschenden Verhältnissen Kapital zu schlagen wußten, indem sie sich den Gesellschaften gegenüber Erpressungen zuschulden kommen ließen[1].

Andererseits erwies sich die Staatsaufsicht in der Aufrechterhaltung einer gesunden Entwicklung der Versicherungsgesellschaften wenig wirksam und trug stark zur Gründung von Schwindelunternehmen größten Maßstabs bei, die damals eine häufige Erscheinung wurden und die ganze Welt von sich reden machten. Streng durchgeführte Kontrollen brachten besonders im Jahre 1906 die Enthüllung skandalöser Zustände in der Geschäftsführung vieler und darunter auch der größten und angesehensten Gesellschaften (wie New York Mutual Reserve Fund, Equitable usw.). Unter anderen betrügerischen Machenschaften waren mit den anvertrauten Versicherungsgeldern gewagte Spekulationen getrieben worden[2].

Die Folge hiervon war eine starke Verschärfung der Vorschriften, insbesondere in bezug auf die Anlagepolitik. So erließ der Staat New York[3] am 27. April 1906 ein sehr strenges Gesetz,

---

[1] Vgl. Assekuranzjahrbuch von Ehrenzweig, 1899, 1900, 1901 usw.

[2] Vgl. Assekuranzjahrbuch von Ehrenzweig, 1907; siehe auch Liefmann: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, Jena 1923.

[3] Bei der Darstellung der Verhältnisse des amerikanischen Versicherungswesens beschränken wir uns auf die Schilderung derselben im Staate New York, da seit jeher nahezu das gesamte amerikanische Lebensversicherungsgeschäft auf die Gesellschaften dieses Staates vereinigt ist. Das Assekuranzjahrbuch von 1930 stellt fest, daß diese 85—90% des amerikanischen Gesamtgeschäfts repräsentieren.

welches mit der bisherigen Praxis der Gesellschaften radikal brach. Dieses Gesetz verbot den Lebensversicherungsgesellschaften den Erwerb von Aktien als Anlage der Prämienreserve und bestimmte, dass die bereits in Aktien investierten Bestände innerhalb fünf Jahren anders angelegt werden mußten[1]. Die Anlagen in Wertpapieren dürfen nach diesem Gesetze nur in solchen von öffentlich-rechtlichen Körperschaften erfolgen. Ferner ist hypothekarische Beleihung von Grundbesitz gestattet, sofern die Belastung $^2/_3$ des Wertes des Grundstückes nicht übersteigt. Die Beleihungsgrenze war vorher nur 50% und ist erhöht worden, damit die Gesellschaften als Ersatz entzogener Anlagemöglichkeiten ihren Hypothekenbesitz weiter ausbauen können. Policendarlehen sind ebenfalls zulässig.

Die Kapitalanlagen in verschiedenen Ländern.

Die folgenden Seiten sollen einen kurzen Überblick über die tatsächlichen Kapitalanlagen der Lebensversicherungsgesellschaften in der Schweiz, in Deutschland, Frankreich und Amerika (im Staate New York) geben.

Wie dieser Überblick zeigt, sind die Unterschiede der Anlagen von Land zu Land oft recht erheblich. Das beruht zunächst darauf, daß ein und dieselbe Anlageart in verschiedenen Ländern mehr oder weniger verschiedene Grade der Sicherheit (Hypotheken) und der Rentabilität bietet, was auf die ungleiche Gestaltung der Wirtschaftsstruktur und vielerlei Gründe geschichtlicher und rechtlicher Natur zurückzuführen ist. Neben diesen Gründen, welche von der Seite der Anlagen her bestimmt sind, treten diejenigen, welche der Einstellung zu den Anlagen entspringen, und zwar der Einstellung der Anleger und des Staates. Hier stoßen wir vorerst auf Ursachen ganz allgemeiner Natur, welche in den Unterschieden der Volkspsyche verankert sind. Ferner hat sich in vielen Ländern eine schulmäßige Übung, ein

[1] Hinsichtlich der Abwicklung dieses Verkaufs und den weiteren Verfügungen siehe S. 42 ff.

gewisser Traditionalismus herausgebildet, der der Anlagepolitik allgemeine Richtlinien weist. Die gesetzliche Einwirkung des Staates auf die Anlagen richtet sich, wie bereits ausgeführt, in der Regel nach den bestehenden gesunden Prinzipien der Anlagepraxis; hin und wieder aber auferlegt der Staat den Gesellschaften tiefergreifende Beschränkungen, je nachdem die Beschaffenheit des Staatskredits oder andere besondere Umstände dies wünschenswert erscheinen lassen.

Die Ursachen, welche die Gestaltung der Anlagen der Versicherungsgesellschaften bestimmen, lassen sich auch in mehr dauernde und vorübergehende unterscheiden. Die dauernde Beeinflussung rührt von der wirtschaftlichen Struktur und Gesetzgebung des Landes und der Tradition in der Anlagepolitik her und wandelt sich nur mit diesen um. Die in kürzeren Zeiträumen vorübergehenden Einwirkungen beruhen auf besonderen Ereignissen, wie z. B dem Weltkrieg, der vorübergehend in einigen Ländern, vor allem in Deutschland Maßnahmen nötig erscheinen ließ, welche Umstellungen in den Anlagen hervorriefen, die sich in der Nachkriegszeit im großen und ganzen wieder verloren haben. Gemeint ist natürlich nur der Einfluß der Maßnahmen, die nach den genannten Ereignissen nicht mehr erforderlich waren. Im übrigen hat sich das Bild der Anlagen, wie wir noch sehen werden, verglichen mit der Vorkriegszeit, mancherorts nicht unerheblich gewandelt, was mit der Umgestaltung wirtschaftlicher und rechtlicher Grundlagen zusammenhängt und nicht zuletzt mit den Änderungen, die in den anlagepolitischen Anschauungen infolge der Erfahrungen der Kriegs- und ersten Nachkriegsjahre eingetreten sind.

In der Schweiz[1] bilden Hypotheken und Effekten die Hauptanlageformen, während die übrigen Arten mehr oder weniger zurücktreten. Das ist schon von jeher so gewesen. Im ersten

[1] Vgl. zu den Anlagen der schweizerischen Gesellschaften: Kuhn, G.: a. a. O.

Jahre der eidgenössischen Aufsicht, 1886, fanden diese beiden Anlagen in ungefähr gleichem Maße Verwendung (Hypotheken: 34,2 %, Effekten 30,1 %, vgl. die Tabelle auf S. 28). Im Laufe der darauffolgenden Jahre treten die Effekten immer mehr in den Hintergrund. 1920 betrugen sie nur noch 11,9 % der Aktiven. Inzwischen erfreuten sich die Hypotheken zunächst rasch wachsender Beliebtheit, eine Entwicklung, die im zweiten Kriegsjahre den Höhepunkt erreichte (61,5 % der Aktiven). Von da ab läßt sich eine bemerkenswerte rückläufige Bewegung feststellen, und zwar bis hinunter zu 42,1 % im Jahre 1923, von welchem Jahr an sie wieder einer bis heute anhaltenden Aufwärtsbewegung wich. Diesem Rückgang in der Verwendung der Hypothekenanlage steht das Hervortreten der Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften gegenüber, einer Anlageform, welche seit 1920 in den Berichten des Versicherungsamts nicht mehr unter den Obligationen, sondern in einer eigenen Rubrik zur Darstellung kommt (siehe die Tabelle auf der folgenden Seite). Für die Anlagepolitik der schweizerischen Gesellschaften insgesamt ist diese Anlage jedoch nicht so bedeutungsvoll, wie man meinen könnte, wenn man lediglich die Ziffern dieser Rubrik in Betracht zieht; denn die Zusammensetzung dieser Ziffern zeigt, daß der Hauptteil der Darlehen an öffentlich-rechtliche Körperschaften allein von der Rentenanstalt in Zürich stammt[1] und ferner der größte Teil dieser Darlehen wiederum in einem solchen an die Schweizerische Eidgenossenschaft in der Höhe von 75 Millionen Franken besteht[2].

---

[1] Schuldforderungen öffentlich-rechtlicher Körperschaften im Besitze der Rentenanstalt, ausgedrückt in % des Gesamtbesitzes aller Gesellschaften an dieser Anlagegattung: 1920 etwa 12 %, 1922 etwa 97,5 %, 1928 etwa 83,5 % (vgl. Rechenschaftsberichte der Schweizerischen Lebensversicherungs- und Rentenanstalt).

[2] Dieses Darlehen war für die Bestreitung der Elektrifikationskosten der S.B.B. bestimmt und wurde auf 20 Jahre fest zu 85 % und einem Zinsfuß von 3 ½ % gewährt. Das Darlehen wurde zum Nennwerte in die Bilanz eingestellt, so daß die Differenz zwischen diesem und dem Übernahmepreis als Gewinn gebucht werden konnte. Vgl. den Rechenschaftsbericht der Rentenanstalt von 1922, S. 18 und 19.

Die Verteilung der Aktiven der schweizerischen Lebensversicherungsgesellschaften[1]

(in 1000 Fr.)

	Hypotheken		Wertschriften		Schuldforderungen an öffentl.-rechtl. Körperschaften		Liegenschaften		Darlehen auf Policen u. gegen Hinterlagev. Wechseln		Andere Aktiven		Summe der Aktiven
		%		%		%		%		%		%	
1886	24,049	34,2	21,129	30,1	—	—	3,405	4,8	3,071	4,4	18,672	26,5	70,326
1900	87,187	52,7	42,425	18,2	—	—	9,092	5,5	9,230	5,6	21,322	18,0	165,389
1910	190,466	59,2	73,033	22,7	—	—	13,232	4,1	17,586	5,5	27,402	8,5	321,718
1915	262,200	61,5	81,696	19,2	—	—	16,686	3,9	27,874	6,5	37,678	8,9	426,134
1920	289,995	47,8	72,013	11,9	88,501	14,6	22,000	3,6	36,139	6,0	98,075	16,1	606,724
1922	225,728	43,1	82,014	15,7	88,000	15,7	24,258	4,6	30,510	5,8	73,161	15,1	523,670
1924	287,714	42,2	114,207	16,7	101,705	14,9	30,812	4,5	40,092	5,9	107,916	15,7	682,446
1926	446,112	48,4	142,810	15,5	113,016	12,3	34,637	3,8	55,842	6,0	128,816	14,0	921,232
1928	578,722	49,3	188,097	16,0	138,937	11,8	40,186	3,4	77,342	6,6	149,708	12,9	1172,992

[1] Aus den Berichten des Eidgenössischen Versicherungsamtes zusammengestellt.

Die Entwicklung der Anlagen der schweizerischen Lebensversicherungsgesellschaften in den letzten Jahren (seit 1923) zeigt eine neuerdings wachsende Bevorzugung der Hypotheken. 1928 erreicht diese Anlage nahezu 50 % der Aktiven, was im Rahmen der eigentlichen Kapitalanlagen einen noch höheren Prozentsatz bedeutet.

Nach den Hypotheken spielen heute die Wertschriften die wichtigste Rolle (1928 wieder 16 % der Aktiven). In der Hauptsache handelt es sich um Staatspapiere und um Effekten, die sich im Genusse der Staatsgarantie befinden. Die folgende Aufstellung, welche die Zusammensetzung der Effekten darstellt, zeigt, daß 1928 fast $^3/_4$ derselben dieser Kategorie angehören:

Staatspapiere und Wertschriften mit Staatsgarantie	72,8 %	d. Effekten
Obligationen von Gemeinden, Bezirken usw. .	8,4 %	» »
Obligationen von Banken	12,2 %	» »
Obligationen industrieller Unternehmungen . .	5,0 %	» »
Aktien (anderer Versicherungsgesellschaften). .	0,4 %	» »
Sonstige Wertpapiere	1,2 %	» »

(aus dem Bericht des eidgenössischen Versicherungsamts über das Jahr 1928).

Da sich die verschiedenen Gesellschaften hinsichtlich ihrer Anlagen nicht unerheblich voneinander unterscheiden, soll noch kurz auf die Verhältnisse einiger derselben verwiesen werden.

Die Tafel auf S. 30 zeigt, daß die Basler Lebensversicherungsgesellschaft, die Patria und früher auch die Rentenanstalt in bezug auf die starke Betonung der Hypothekenanlage an die deutsche Anlagepraxis erinnern, während die Anlagen der Genevoise wie diejenigen der französischen Gesellschaften durch das Hervortreten der Wertschriften und Immobilien neben den Hypotheken ausgezeichnet sind.

Auf die weitgehende Darlehensgewährung der Rentenanstalt an öffentlich-rechtliche Körperschaften ist bereits aufmerksam gemacht worden. Auf dieser beruht die prozentuale Abnahme der unter Wertschriften genannten Anlagen gegenüber früheren

Jahren, da die Rentenanstalt, um die Auszahlung des 75-Millionendarlehens an die Eidgenossenschaft bewerkstelligen zu können, kursführende Wertpapiere verkauft hat (Geschäftsbericht S. 19).

Die Anlagen einiger schweizerischer Gesellschaften
(in 1000 Franken)

		Hypotheken		Wertschriften		Schuldforderungen an öffentlich-rechtliche Körperschaften		Liegenschaften	
			ca. %		ca. %		ca. %		ca. %
Genevoise (A.-G.)	1910	9,427	32,5	16,301	56	—	—	3,387	11,5
	1926	34,005	47	9,291	13	6,247	9	22,208	31
	1928	48,309	53	12,437	13,5	7,342	8	23,191	25,5
Basler (A.-G.)	1910	75,643	72,5	23,334	22,5	—	—	4,774	5
	1926	149,126	72	49,209	24	4,550	2,5	3,749	1,5
	1928	190,635	72	67,950	25,5	1,800	1,5	6,867	1,0
Rentenanstalt (G. a. G.) (Hauptgeschäft)	1910	71,963	75	20,002	21,0	—	—	3,959	4
	1926	104,658	48	22,642	10,5	85,217	39,5	4,588	2
	1928	132,560	47	36,529	13	109,435	38,5	4,830	1,5
Patria (G. a. G.)	1910	15,056	82,5	3,053	17	—	—	128	0,5
	1926	42,821	76	11,913	21	1,038	2	495	1
	1928	50,720	77,5	13,277	20	1,090	1,5	473	1

Die Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften stellen, abgesehen von kleineren Schwankungen, seit dem Beginn des Jahrhunderts bis zum Ausbruch des Krieges ein ständig gleichbleibendes Bild dar.

Im Vordergrund stehen, wie in keinem andern Lande, die Hypotheken, welche in der Hauptsache städtischen Ursprungs sind. Mannigfache Gründe haben zu dieser Entwicklung geführt [1]. Deutschland war der erste europäische Staat, der die bankmäßige Organisation des Bodenkredits vornahm und diese hat sich allmählich stark entfaltet, während die Ausbildung des Personal-

[1] Hilbert, H.: a. a. O., S. 46.

kredits zurückblieb. Die deutsche Hypothekengesetzgebung bewirkte dann, daß die Verwaltung der Hypotheken vereinfacht und die Sicherheit gehoben wurde, so daß sie sich für die Anlage der Versicherungskapitalien vorzüglich eignete. Der mit dem starken Bevölkerungszuwachs, vor allem dem Anschwellen der Großstädte zusammenhängende große Bedarf an Hypothekarkredit hatte eine gute Verzinsung zur Folge. Ein weiterer wichtiger Grund für die überwiegende Anlage in Hypotheken liegt darin, daß die Wertpapieranlage für die Versicherungsgesellschaften ungünstig war. Die Ursache hierfür ist in dem Umstand zu suchen, daß die gemäß den gesetzlichen Vorschriften in Frage kommenden Staatspapiere eine bescheidene Rendite abwarfen und außerdem infolge der Bilanzierungsbestimmung eine für den Finanzplan der Lebensversicherungsgesellschaften unbequeme Anlage darstellten.

Aus demselben Grunde ziehen es die Versicherungsgesellschaften vor, den kommunalen Körperschaften Darlehen zu gewähren, anstatt ihre Obligationen zu kaufen, die ihnen bei der Bilanzierung Schwierigkeiten bereiten[1].

Gemäß den gesetzlichen Bestimmungen von 1901 bestanden die Effektenanlagen nur aus mündelsicheren Wertpapieren (auch für das freie Vermögen mußten gemäß den Anordnungen des Reichsaufsichtsamts spekulative Anlagen irgendwelcher Art vermieden werden). Im wesentlichen handelte es sich um Reichs- und Staatsanleihen (vgl. den Bericht des Kaiserlichen Aufsichtsamts für Privatversicherungen von 1911, welcher die Zusammensetzung der Wertpapieranlagen darstellt). Bei den Lebensversicherungsgesellschaften finden wir die prozentual kleinste Wertpapieranlage. Die übrigen Versicherungszweige halten größere Bestände in Effekten, da sie auf größere Liquidität angewiesen sind[2].

---

[1] Vgl. Broecker: Die gegenwärtige Lage der deutschen Lebensversicherung. Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. 1922.

[2] Ber. 1911: Lebensv. 2,5%, Unfall- u. Haftpflichtv. 21,2%, Feuerv. 32,9%, Transportv. 31,2%, Hagelv. 66,9%, Viehv. 76,6% i. Effekten.

Seit Ausbruch des Weltkriegs waren die Anlagen erheblichen Wandlungen unterworfen[1]. Die Gründe liegen in dem starken Kreditbedarf des Reiches und der öffentlichen Körperschaften, in den Änderungen der wirtschaftlichen Voraussetzungen, Gründe, die auch zur Neuregelung der Anlagevorschriften führten.

Die zunächst in die Augen springende Erscheinung ist die Abkehr von den Hypothekarkrediten. Der Mangel an Liquidität dieser Anlage begann sich während des Krieges auch für die Lebensversicherungsgesellschaften bemerkbar zu machen[2]. Ferner bildeten die Kriegsanleihen, die nun aufgelegt wurden, eine verlockende Anlageform. Der vielleicht wichtigste Grund für den Rückgang der Hypothekenanlage lag in dem Umstand, daß der Hypothekenmarkt sich verschlechterte. Die rege (namentlich private) städtische Bautätigkeit der Vorkriegsjahre erlahmte während des Krieges, so daß sich das Angebot und die Qualität der Hypotheken verringerten. Zu einer Wertsenkung der innerstädtischen Grundstücke trug auch die Dezentralisierungsbewegung, das Auftauchen billiger Wohngebäude an der Außenlinie der Großstädte bei[3].

Sodann zeigt sich während der Kriegsjahre eine Zunahme der Policendarlehen, die sich aus den damaligen wirtschaftlichen Verhältnissen erklärt. Aber auch schon in den letzten Jahren vor dem Kriegsausbruch ist diese Bewegung bemerkbar.

Während die Wertpapieranlage in Deutschland vor dem Kriege

---

[1] Vgl. zu diesen Wandlungen: David, W.: a. a. O.

[2] Die Lebensversicherungsgesellschaften fürchteten infolge der Illiquidität ihrer Hypothekenanlagen in große Schwierigkeiten zu geraten, wenn die Rückkäufe, die einzusetzen begonnen hatten, ein wesentliches Ausmaß annehmen würden, und gründeten deshalb die „Bank der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften" zur gegenseitigen Unterstützung in solchen Notlagen. Die Befürchtungen erwiesen sich jedoch bald als übertrieben, aber sie hatten doch zur Folge, daß die Anlagen in Hypotheken auch aus diesem Grunde Einschränkungen erfuhren.

Vgl. hierzu den auf S. 31 zitierten Aufsatz von Broecker.

[3] Vgl. Lindebom, K.: Wohnungsfrage, Hypotheken und Privatvers. Ztschr. f. d. ges. V.-Wissenschaft, 1920.

recht unbeliebt war, ist sie in den Kriegsjahren zu nicht unbeträchtlicher Geltung gelangt. Die Versicherungsgesellschaften aller Branchen, vor allem aber die Lebensversicherungsunternehmungen, haben in erheblichem Umfang geholfen, die Kriegsanleihen aufzubringen. Es handelt sich hier natürlich nicht nur um den Ausdruck der nationalen Gesinnung der Gesellschaften, denn wie bereits erwähnt, bot diese Anlage eine vorzügliche Verzinsung, die sogar derjenigen der Hypotheken überlegen war. Vor allem kamen sie auf dem Wege der sogenannten Kriegsanleiheversicherung in den Besitz größerer Bestände der neuen Anlage [1].

Während des Krieges und besonders nach demselben, gewährten die Versicherungsgesellschaften in höherem Umfang Darlehen an die öffentlichen Körperschaften, deren Kreditbedarf nach dem Kriege noch gewachsen war. Nach dem Währungszusammenbruch verlor diese Anlage aber wieder an Bedeutung für die Versicherungsgesellschaften.

Die Inflation der Mark erweckte begreiflicherweise das Streben der Versicherungsgesellschaften nach wertbeständigen Anlagen. Die als solche in Betracht kommenden Werte ausländischer Valuta waren jedoch den Gesellschaften für die Anlage der Prämienreserve zunächst verschlossen. (Eine Ausnahme bildeten die von ausländischen Staaten verlangten Deckungsbeträge für im Ausland abgeschlossene Versicherungen.) Man versuchte deshalb, sich wertbeständige Anlagen im Inlande zu verschaffen, indem man sich den auf wertbeständiger Grundlage ausgestellten Kommunalanleihen und auch industriellen Obligationen [2] zuwandte.

[1] Die Gesellschaften zeichneten für die Rechnung von Versicherten, was auf verschiedenen Wegen geschah. Die Auszahlung der Versicherungssumme erfolgte dann in Kriegsanleihen.

Vgl. hierzu Broecker: Kriegsanleiheversicherung, in Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss., 1919.

[2] Kurz nach dem Kriege hat das Reichsaufsichtsamt einigen Lebens- und Sachversicherungsgesellschaften die Anlage eines bestimmten Prozentsatzes ihres Vermögens in industriellen Obligationen gestattet.

Vgl. Broecker: Die gegenwärtigen Kapitalanlagen der Versicherungsgesellschaften, in Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss., 1922.

Aber diese Anlagen kamen erst in den Bereich der Versicherungsgesellschaften als die Inflation schon stark vorgeschritten war. Erst im Herbst 1923 kamen die wertbeständigen Anleihen des Reichs heraus. Ferner sind auch Hypotheken auf wertbeständiger Grundlage geschaffen worden.

Die Entwertung der Mark brachte eine völlige Vernichtung eines großen Teils der Versicherungsvermögen. Die Lage war aber für die Gesellschaften insoweit nicht so verhängnisvoll, als den zusammengeschmolzenen Prämienreserven nur entwertete Forderungen gegenüberstanden. Anders lag natürlich der Fall, in welchem einer entwerteten Prämienreserve Forderungen von ausländischen Versicherungsnehmern in ausländischer Währung entsprachen. Es sei an dieser Stelle an die Zahlungsunfähigkeit der acht deutschen in der Schweiz arbeitenden Lebensversicherungsgesellschaften erinnert.

Die Aufwertungsgesetzgebung brachte für Hypotheken, Grund- und Rentenschulden (III. Steuernotverordnung vom 14. Februar 1924, Aufwertungsgesetz vom 16. Juli 1925) und die Anleihen des Reichs, der Länder und Gemeinden usw. (Anleiheablösungsgesetz vom 16. Juli 1925) eine gewisse Wiederaufwertung.

Wie bereits ausgeführt, schufen neue Gesetze, besonders die Novelle von 1923 neue Anlagemöglichkeiten. Diese Erweiterung der Anlagemöglichkeiten erfolgte jedoch in einem Zeitpunkt, in welchem es für die Versicherungsgesellschaften zu spät war, um mit ihrer Hilfe die Wirkungen der Inflation zu mildern. Dagegen haben die neuen Gesetzesbestimmungen den Wiederaufbau der finanziellen Struktur der Versicherungsgesellschaften nicht unerheblich beeinflußt und sie zeigen ihre Wirkungen im heutigen Bilde der deutschen Kapitalanlagen.

Die furchtbaren Verluste der Inflationsjahre, die bei den Anlagen in Grundbesitz natürlicherweise am geringsten waren, traten bei der Umrechnung der Bestände in Goldmark (siehe 1924 in der Tabelle auf S. 35) in aller Deutlichkeit in Erscheinung. Seit der Wiederherstellung der Währung gestaltete sich die Anlageverteilung allmählich normaler und zeigte in den Umrissen

Die Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften[1]

(in Millionen Mk.)

	Grundbesitz		Hypotheken		Wertpapiere		Darlehen						Sonstige Kapitalanlagen		Summe d. Kapitalanlagen
							an öffentliche Körperschaften		auf Policen		auf Wertpapiere				
		%		%		%		%		%		%		%	
1902	66,5	2,4	2313,3	84,6	159,9	5,8	—	—	186,2	6,8	2,6	0,09	5,0	0,2	2733,5
1906	76,2	2,06	3166,5	85,7	201,8	5,5	—	—	245,1	6,7	0,8	0,02	4,1	0,11	3694,5
1910	88,3	1,86	3982,3	84,4	128,8	2,7	173,5	3,7	336,6	7,2	1,7	0,03	6,9	0,14	4718,1
1913	103,5	1,8	4669,2	82,7	164,3	2,9	252,5	4,4	441,1	7,8	2,3	0,04	7,2	0,1	5640,1
1924[2]	47,0	58,8	19,6	24,5	8,0	10,0	0,02	—	2,9	3,6	2,6	3,3	0,1	—	80,2
1925	58,9	26,8	122,7	54,5	27,6	12,2	1,7	0,7	6,4	2,8	4,5	2,0	4,1	1,8	225,9
1926	65,8	15,2	244,2	56,5	84,9	19,6	13,3	3,0	10,1	2,3	2,8	0,6	11,8	2,07	432,9
1927	85,9	11,0	462,3	59,5	157,7	20,3	31,5	4,0	18,7	2,4	2,9	0,3	17,2	2,2	776,2
1928	91,8	8,7	635,4	60,4	193,4	18,5	62,8	6,0	37,6	3,6	3,0	0,3	26,0	2,5	1050,0

[1] Die Ziffern entstammen der Aufstellung von Meyer, F.; a. a. O. S 32a.
[2] Goldmarkbilanz.

bald wieder ähnliche Verhältnisse wie vor dem Kriege. Aber eine gewisse Wandlung ist im einzelnen doch zu konstatieren. Vor allem weisen die Anlagen heute eine breitere Verteilung auf die verschiedenen Wertekategorien auf. Die Hypotheken stehen zwar wieder in sehr bevorzugter Stellung, aber nicht in dem Maße wie vor dem Kriege (60,4 % im Jahre 1928 gegenüber 82,7 % im Jahre 1913). Die übrigen Anlagearten sind prozentual stark angewachsen (Grundbesitz 1913: 1,8 %; 1928: 8,7 % — Wertpapiere: 1913: 2,9 %; 1928: 18,5 %), mit Ausnahme der Policendarlehen, welche eine Reduzierung erfahren haben. Die Angleichung an die Vorkriegsverhältnisse wird vermutlich noch weiter schreiten, daß dieselben wieder erreicht werden, ist jedoch nicht anzunehmen.

Bei den französischen Versicherungsgesellschaften ruht der Schwerpunkt der Anlagen auf den Wertpapieren, und zwar handelt es sich gemäß dem Gesetze zum größten Teil um Staatspapiere oder staatlich garantierte Werte. Unter anderen Momenten tritt hier die für Frankreich bezeichnende Beliebtheit der Rente zutage. Die in den meisten Ländern stark verwendete oder sogar an erster Stelle stehende Hypothekenanlage tritt dagegen unter den französischen Anlagen sehr zurück. Das hängt einesteils damit zusammen, daß in Frankreich (ähnlich wie in England und Amerika) der bankmäßige Personalkredit sich früher entwickelt hat als der Realkredit, welcher auch späterhin wesentlich zurückgeblieben ist[1].

Andererseits ist die geringe Inanspruchnahme der Hypothekenanlage eine Folge der französischen Rechtsverhältnisse auf diesem Gebiet, welche bewirken, daß die Hypothek den Anforderungen der Versicherungsgesellschaften hinsichtlich der Sicherheit nicht in vollem Grade genügen kann[2]. Die rechtlichen Verhältnisse eines Grundstücks sind in Frankreich oft schwer zu übersehen,

---

[1] Vgl. Hilbert, H.: a.a.O., S. 47.

[2] Vgl. Hilbert, H.: a.a.O., S. 48.

da die Gültigkeit der Besitz- und Schuldverhältnisse nicht von der Eintragung in das Grundbuch abhängig ist, und da Rechte an einem Grundstück auch durch bloßen Vertrag entstehen können (Inskriptionssystem im Gegensatze zum Grundbuchsystem, bei welchem die Hypothek erst mit der Eintragung im Grundbuch entsteht). Ferner anerkennt das französische Gesetz Rechte an Grundstücken, die auch ohne Eintragung vor andern Ansprüchen zur Geltung kommen, wie die Ansprüche der Ehefrau an den Gütern des Mannes, diejenigen des Mündels an den Gütern des Vormunds und solche des Staats, von Gemeinden usw.

Neben diesen Hauptgründen der geringen Anlagen in Hypotheken spielen noch einige andere eine gewisse Rolle, wie die relativ kleine Verzinsung und in historischer Hinsicht das lange Zeit hindurch bestehende Verbot der Hypothekenanlage für die Lebensversicherungsgesellschaften.

An Stelle der Hypotheken finden wir neben den Wertpapieren die Liegenschaften in größerem Umfang vertreten, welche in Frankreich außer dem Vorzug der Sicherheit denjenigen einer größeren Rentabilität aufweisen (die allerdings, wie die Benützung dieser Anlage seit den Vorkriegsjahren zurückgegangen ist)[1].

Die französischen Versicherungsgesellschaften haben, wie die Gesellschaften anderer Länder, welche die Wertpapiere als klassische Anlageform betrachten, während des Krieges und den Währungsstörungen schwere Verluste erlitten. Die starken Kursstürze vieler erstklassiger französischer und ausländischer Werte zwangen zu weitgehenden Abschreibungen. Die französische Bilanzierungsvorschrift, nach welcher die Lebensversicherungsgesellschaften die Wertpapiere zum Ankaufspreise in die Bilanz einzustellen hatten, sofern der Kurs diesen nicht mehr als um 5% unterschritt, erwies sich nun als sehr störend. In der Verordnung vom 3. Juli 1920 wurde sie deshalb aufgehoben und den Versicherungsgesellschaften das Zugeständnis gewährt, die amortisierbaren französischen Staatsrenten und staatlich garantierten

[1] Vgl. Meyer, F.: a.a.O., S. 114.

Aktiven der französischen Versicherungsgesellschaften (A. G.)

(Zusammengestellt aus Gauthier. M.: La Dépréciation Monétaire; Intern. Kongreß für Versicherungswiss., London 1927)

In Millionen Frs.

	1910		1919		1922		1925	
		%		%		%		%
Franz. Staatsobligationen und staatlich garantierte Werte	1,164,1		1,235,3		1,700,4		1,907,8	
Franz. Werte verschiedener Art	111,4		89,5		72,8		132,8	
Ausländische Staatspapiere	421,2		305,3		235,4		369,6	
Ausländische Werte verschiedener Art	204,2		147,5		124,3		110,9	
Wertschriften insgesamt	1,900,9	64,1	1,777,6	63,0	2,132,9	67,5	2,521,1	70,0
Immobilien	624,7	21,0	633,3	23,5	634,5	20,0	645,1	17,9
Hypotheken	188,5	6,3	191,2	6,7	181,0	5,7	169,3	4,6
Policendarlehen	104,6	3,5	93,4	3,3	87,8	2,8	89,3	2,5
Kommunaldarlehen	33,9	1,2	19,2	0,7	24,6	0,7	38,2	1,0
Kassenbestände und Bankguthaben	8,2	0,3	25,0	0,8	33,7	1,1	98,5	2,7
Andere Anlagen	105,9	3,6	85,1	3,0	69,8	2,2	54,5	1,3
Total	2,966,7	100,0	2,824,8	100,0	3,164,3	100,0	3,616,0	100,0

Werte zum Ankaufspreise zu bilanzieren und die Verluste an den nicht amortisierbaren Renten des französischen Staats in zwanzig, diejenigen aller übrigen Effekten in fünfzehn Jahren abzuschreiben. Seither war eine stetige Erholung im Wertpapierbesitze festzustellen. Ende 1926 hatten die meisten Gesellschaften die erlittenen Einbußen voll ausgemerzt, dank den vorgenommenen Abschreibungen, der allgemeinen Hausse der Kurse und den neuen Kapitalplacierungen.

Zunächst zeigte sich eine Erweiterung im Besitze an französischen Staatsobligationen und staatlich garantierten Effekten, die auch in der Folgezeit immer weiter fortschritt. In den späteren Nachkriegsjahren erfuhren auch die Bestände an ausländischen Staatspapieren eine Steigerung. Die Zunahme der Wertpapieranlage insgesamt trat sowohl absolut wie prozentual in Erscheinung, so daß diese Anlageform in den letzten Jahren einen größeren Anteil an den Versicherungskapitalien darstellt als vor dem Kriege[1].

Die Statistiken des «Moniteur des Assurances» zeigen, daß fünfzehn französische Lebensversicherungsunternehmen, bei welchen die Wertschriften 1913 67,5 % der wichtigsten Anlagen ausmachten, im Jahre 1920 nur 38,8 % in diesen besaßen, 1927 aber 73,3 %.

Für die englischen Anlagen war die Verteilung der Kapitalien auf eine große Anzahl von Investitionen von jeher bezeichnend, da in England die Prinzipien der Risikenverteilung großen Anklang gefunden haben. Das hängt vor allem auch damit zusammen, daß bis jetzt kein Gesetz erlassen worden ist, das die Versicherungsgesellschaften in der Anlage ihrer Gelder Beschränkungen unterwirft. Die Lebensversicherungsgesellschaften sind der Aufsicht des Board of Trade unterworfen, welches aber denselben sehr weitgehende Freiheit gewährt.

[1] Vgl. zu den geschilderten Vorgängen in Frankreich den Vortrag von Gauthier, M.: La Dépréciation monétaire, gehalten am VIII. Internat. Kongreß für Versicherungswiss. in London 1927.

Aktiven der englischen Lebensversicherungsgesellschaften

(in Millionen Pfd. St.)

	Engl. Staatspapiere		Koloniale und fremde Staatspapiere		Obligationen und Aktien		Hypotheken		Policendarlehen und andere Darlehen		Immobilien		Sonstige Aktiva		Total
		%		%		%		%		%		%		%	
1913	5,3	1,0	81,4	15,4	181,4	34,2	113,9	21,4	62,9	11,9	46,1	8,7	39,1	7,4	530,1
1920	249,5	34,3	91,6	12,6	120,9	16,6	72,6	10,0	68,6	9,4	47,0	6,4	78,5	10,7	728,8
1921	262,3	34,8	105,3	14,0	119,6	15,8	74,6	9,9	71,8	9,5	49,0	6,5	71,9	9,5	754,5
1922	289,1	36,7	114,3	14,5	123,8	15,6	72,3	9,2	70,6	8,9	49,0	6,2	69,5	8,9	788,7
1923	294,8	35,2	137,0	16,4	141,5	16,9	73,5	8,8	69,3	8,3	49,0	5,9	71,1	8,3	836,2
1924	312,5	33,9	153,4	16,5	174,1	18,8	79,7	8,6	72,1	7,8	52,7	5,7	80,6	8,7	925,0
1925	317,1	32,3	157,3	16,0	207,6	21,0	85,5	8,7	83,8	8,5	53,7	5,4	79,9	8,1	985,0
1926	320,2	30,5	165,0	15,7	240,3	22,7	95,7	9,1	95,5	9,1	54,0	5,1	82,3	7,8	1053,0
1927	310,9	27,8	169,3	15,2	275,0	24,7	107,2	9,65	110,5	9,9	55,0	4,9	87,6	7,85	1115,0
1928	299,5	25,4	180,0	15,25	316,9	26,85	114,6	9,7	121,9	10,3	56,8	4,8	90,4	7,65	1180,0

(Zusammengestellt aus Ehrenzweigs Assekuranzjahrbuch)

Ähnlich wie in Frankreich stehen in England die Wertpapiere an erster Stelle unter den Anlagen der Versicherungsgesellschaften. Die englische Wertpapieranlage zeichnet sich durch außerordentliche Vielgestaltigkeit aus. Die verschiedensten Effektentypen kommen zur Verwendung, wie englische, koloniale und ausländische Staatspapiere, Schuldverschreibungen von Städten und Grafschaften, Obligationen von Eisenbahnen und anderen Gesellschaften und schließlich neben den Aktien von Eisenbahnen, Banken, Investment Trusts usw. auch die Aktien von industriellen Unternehmungen.

In den Jahren vor dem Kriege spielte die Anlage in englischen Staatspapieren eine äußerst geringfügige Rolle (1913: 1% der Aktiven), was die Folge der zu kleinen Rendite dieser Effektengattung war. Während des Krieges wurde diese Anlageform mit dem wachsenden Kreditbedarf des Staats in stark steigendem Umfange benützt, wobei auch die Kriegsanleiheversicherung getätigt wurde. Nach dem Kriege fand diese Entwicklung zunächst ihre Fortsetzung. 1922 machten die englischen Staatspapiere 36,7% der Aktiven aus. Mit dieser tiefgreifenden Wandlung hängt auch das Zurücktreten der andern Anlagen zusammen, so der Hypotheken und der Obligationen und Aktien in erster Linie. Der auffällige Rückgang dieser Anlagen zugunsten der Staatspapiere fand sowohl absolut wie prozentual statt. Nach 1922 wandten sich die Lebensversicherungsgesellschaften andern Anlagen wieder in wachsendem Maßstab zu, während bei den Effekten des englischen Staats vorerst eine prozentuale und in den letzten Jahren sogar eine absolute Abnahme zu konstatieren ist.

Die Hypotheken, welche vor dem Kriege unter den englischen Anlagen eine ziemlich bedeutungsvolle Rolle spielten (1913: 21,4% der Aktiven) haben diese in den Kriegs- und ersten Nachkriegsjahren eingebüßt (1924 nur noch 8,6%) und zeigen späterhin keine sehr wesentliche Erholung. Anders liegen die Verhältnisse bei den privaten Obligationen und Aktien, welche während des Krieges und der Finanznot des Staates den Vorrang,

den sie vor dem Kriege vor den andern Anlagen inne hatten, verloren (1913: 34,2%, 1922: 15,6% der Aktiven), aber im Jahre 1928 wieder erreicht haben (mit rund 317 Millionen Pfd. St. oder 26,9% der Aktiven).

Die amerikanischen Lebensversicherungsgesellschaften genossen hinsichtlich der Wahl ihrer Anlagen bis zum Anfang dieses Jahrhunderts weitgehende Freiheit. Das führte zu den bereits erwähnten Skandalen. Vor allem hatte die ungehinderte Freiheit in der Aktienanlage bei einzelnen großen Gesellschaften zu Mißbräuchen Anlaß gegeben. Einige Spekulanten größten Formats hatten sich auf diese Versicherungsunternehmen bestimmenden Einfluß zu sichern gewußt und betrieben nun entgegen den Versicherungsprinzipien gewagte Spekulationen mit den ungeheuren Kapitalien der Prämienreserven, was in vielen Fällen Katastrophen herbeiführte. Die nach der Aufdeckung dieser Zustände im Jahre 1906 erlassene strenge Gesetzgebung im Staate New York hatte auf die weitere Gestaltung der Anlagen der Lebensversicherungsgesellschaften große Einwirkung. Die Bestimmung, daß der bestehende Aktienbesitz vom 31. Dezember 1906 an binnen fünf Jahren abgestoßen werden mußte, konnte von den Gesellschaften, deren Portefeuilles Aktien in größerem Umfang enthielten, nicht eingehalten werden, da die Verkäufe starke Kursstürze zur Folge gehabt hätten. Die Frist ist daraufhin im Jahre 1911 um weitere fünf Jahre verlängert worden. Die Gesellschaften wirkten auf die Beseitigung der Bestimmung und des Aktienverbots überhaupt hin, aber sie drangen nicht durch. Die Frist mußte später nochmals um fünf Jahre ausgedehnt werden[1].

Die Folge dieser Gesetzgebung war eine allmählich fortschreitende Umgestaltung der Anlageverteilung. Mit dem Abnehmen des Besitzes an Aktien und einigen anderen Wertpapieren privaten Ursprungs traten die Hypotheken, die das Gesetz begünstigt hatte, immer weiter in den Vordergrund, vor allem auf Kosten

[1] Meyer, F.: a.a.O., S. 147.

Die Aktiven der Lebensversicherungsgesellschaften im Staate New York

(in Millionen Dollar)

	1904		1914		1924		1927		1928	
		%		%		%		%		%
Hypotheken .	672	26,8	1,706	14,5	4,175	40,2	5,239	42,3	5,747	41,9
Obligationen	1,067	49,9	1,982	41,9	4,049	39,5	4,878	39,4	5,430	39,6
Aktien . . .	173		83		49					
Policendarlehen .	190	7,6	735	14,9	1,323	12,7	1,484	12,0	1,663	12,1
Darlehen . .	43	1,6	20	0,4	18	0,2	7	0,06	10	0,07
Immobilien .	181	7,2	171	3,5	239	2,3	215	1,7	251	1,8
Bargeld und Banken . .	104	4,1	95	1,9	127	1,2	83	0,64	87	0,63
Andere Aktiva . .	71	2,8	143	2,9	414	3,9	478	3,9	535	3,9
Gesamt-Aktiva . .	2,501	100,0	4,935	100,0	10,394	100,0	12,384	100,00	13,723	100,00

(Ehrenzweigs Assekuranzjahrbuch)

der Darlehen, Immobilien und Barbestände. Die Wertschriften insgesamt verloren auf diese Weise in den Nachkriegsjahren ihre beherrschende Stellung. Eine nicht unbedeutende Zunahme erfuhren neben den Hypotheken auch die Policendarlehen in den Jahren nach dem Inkrafttreten des Armstronggesetzes.

II. Kapitel.

Die Aktie und die neueren Tendenzen der Anlagepolitik.

Wie aus dem Vorhergegangenen schon erhellt, kommen unter den von den Versicherungsgesellschaften zu Anlagezwecken benützten Wertpapieren die Obligationen fast überall in erster Linie zur Verwendung, und unter diesen werden in nahezu sämtlichen Fällen diejenigen des Staates oder solche, welche die Garantie desselben genießen, bevorzugt. Ausnahmen von beiden Regeln stellen beispielsweise, wie wir noch sehen werden, viele amerikanische Gesellschaften, vor allem Sachversicherungsinstitute dar, bei welchen die Aktienbestände größer als die der Bonds sind, oder bei denen der Obligationenbesitz in der Hauptsache aus anderen Obligationen als aus staatlichen und staatlich garantierten zusammengesetzt ist. Bei den englischen Versicherungsgesellschaften (in starkem Maße auch bei den Lebensversicherungsgesellschaften) waren die letzteren vor allem vor dem Kriege in weit geringerem Maße vertreten als die übrigen Wertschriften, wobei unter den Staatspapieren im Gegensatz zu den Anlageverhältnissen in anderen Ländern die Schuldverschreibungen des englischen Staates wegen ihres kleinen Ertrages die geringste Rolle spielten, während koloniale und fremde Staatsobligationen sich größerer Beliebtheit erfreuten. Auf dem europäischen Kontinent ist das Überwiegen der Staatsobligationen stark in Erscheinung getreten und ist auch in den verschiedenen gesetzlichen Anlagevorschriften gefordert worden. Außer den bereits dargestellten Bestimmungen in der Schweiz, in Deutschland, Österreich und Frankreich können noch weitere genannt werden, die ähnliche Verfügungen treffen, wie diejenigen von Italien (Gesetz

vom 4. Januar 1925), Schweden (Gesetz vom 25. Juli 1903), Dänemark (Lebensversicherungsgesetz vom 29. März 1904).

Zur Begründung dieser Bevorzugung der staatlichen Werte muß zunächst, was die Gesetzesbestimmungen und die Stellungnahme der Aufsichtsämter betrifft, wiederholt werden, daß hier nicht nur versicherungs- und anlagetechnische Gesichtspunkte, sondern auch andere, wie diejenigen des Staats, mitbestimmend sein können. Von seiten der Versicherungsgesellschaften aus ist im Hinblick auf deren Bedürfnis nach möglichst sicheren Anlagen zu sagen, daß der Schuldner Staat in der Regel imstande ist, diesen Ansprüchen weitgehend zu genügen. Er hat, vor allem als Inhaber der Steuerhoheit, die Mittel in der Hand, den Forderungen an ihn entsprechen zu können. Bei Staats- und öffentlichen Anleihen sind oft noch bestimmte Sicherheiten gestellt, wie die Verpfändung von Zöllen, Steuern und Monopolen usw. Das über die Sicherheit der Staatspapiere Gesagte hat natürlich keine ganz allgemeine Geltung. Es hat immer solche Staatspapiere gegeben, vor allem exotische Werte, die geradezu als Spekulationspapiere zu werten sind. Aber in den meisten dieser Fälle ist es verhältnismäßig leicht, die Situation des Schuldners zu erkennen und die Gefahr zu vermeiden.

Die Erfahrungen der Kriegs- und der ersten Nachkriegsjahre haben jedoch in der Einstellung zu vielen Staatspapieren und öffentlichen Werten eine gewisse Wandlung hervorgerufen, insofern als denselben nicht mehr das gleiche Vertrauen entgegengebracht wird, wie vor den zahlreichen, mehr oder weniger offensichtlichen Staatsbankrotten. J. M. Keynes spricht sogar von einer völligen Revolutionierung der Vorstellungen von der Sicherheit der Staatspapiere und betont, daß dem „politischen Risiko" heute eine weit größere Bedeutung zugemessen wird, als das früher der Fall war[1]. Diese seine Äußerungen sind als Kennzeichnung der modernen Anschauungen der englischen Anleger

[1] Siehe J. M. Keynes: Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherungsgesellschaften nach englischer Auffassung. In Ztschr. f. d. V.-Wiss., Bd. 27, 1927, S. 32 ff.

über die ausländischen Staatspapiere gedacht, aber es ist nicht zu verkennen, daß die Anlagen in ausländischen Staatspapieren seit den Kriegsjahren in vielen Staaten zurückgewichen sind, was auch schon den im ersten Kapitel wiedergegebenen Zahlen zu entnehmen ist. Einen wichtigen, vielfach den wichtigsten Grund für die Abnahme der Bestände an fremden Staatspapieren bildete — außer demjenigen des höheren Risikos — das Kreditbedürfnis des eigenen Staats[1]. Als dieses jedoch nach dem außerordentlichen Bedarf in den Kriegsjahren sich verminderte, zeigte es sich, daß das alte Interesse für die Wertschriften der anderen Staaten erheblich nachgelassen hatte.

Die Unsicherheit der politischen und vor allem auch der wirtschaftlichen Voraussetzungen der Nachkriegszeit haben dazu geführt, die Anlagepolitik der Versicherungsgesellschaften vieler Länder nicht unwesentlich umzugestalten. Es ist jedoch zu betonen, daß es sich hierbei nicht um Erscheinungen handelt, welche nur in den Maßnahmen der Versicherungsgesellschaften zu erkennen sind, sondern auch um solche, die sich bei jeder Art von Kapitalanlagen bemerkbar machen. „Aktivierung der Anlagepolitik" ist das Schlagwort, welches die heutigen Tendenzen auf diesem Gebiete kennzeichnen soll. Wir zitieren hierzu eine Stelle aus dem genannten Artikel von Keynes in der Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft: „Der kluge Kapitalist muß heute alle Dinge bezweifeln und seine Ideen beständig auf die Übereinstimmung mit den wechselnden Ereignissen in der politischen Welt überprüfen." Den gleichen Gedanken äußert auch Paul Quittner in seinem Buche über die modernen Prinzipien der Vermögensanlage[2], wenn er sagt, „daß es heute Aufgabe jeder pflichtbewußten Vermögensverwaltung sein muß, sich weit mehr als früher auf dem laufenden zu halten, bedrohte Posten zu verkaufen, chancenreiche Werte zu kaufen, kurz, Ge-

[1] Siehe hinsichtlich der Kriegsanleihen und der Kriegsanleiheversicherung: S. 33 und 41.

[2] Quittner, Paul: Investment. Moderne Prinzipien der Vermögensanlage. Berlin 1930.

legenheiten wahrzunehmen, wie sie sich in diesem Maße früher nicht boten“ (S. 31).

Die Aktivierung der Anlagepolitik bei den Versicherungsinstituten kann natürlich nicht so weitgehend vorgenommen werden, wie es Privatleuten, die auf eigene Rechnung anlegen, oder Investmenttrusts usw. möglich ist, sondern sie muß innerhalb der Grenzen bleiben, welche im I. Kapitel umschrieben wurden. Trotz diesen recht engen Grenzen sind die Auswirkungen der neuen Bestrebungen in einigen Ländern in aller Deutlichkeit feststellbar. Der Wunsch, die neuen Anlagechancen nach Möglichkeit auszunützen, hat sogar dazu verleitet, die den Versicherungsunternehmungen aus ihrer Natur heraus vorgezeichneten Anlagegrundsätze auf das gröbste zu verletzen. Wir haben hier die gewagten Transaktionen der Frankfurter Allgemeinen im Auge, die diesen großen deutschen Versicherungskonzern zum Erliegen brachten und den aufsehenerregenden Skandal vom August 1929 herbeiführten [1].

[1] Aus dem Bericht der in der Generalversammlung vom 30. Sept. 1929 gewählten Revisionskommission der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-Aktiengesellschaft geht hervor, daß die den Zusammenbruch bedingenden Verluste aus Kreditgeschäften herrühren, die weit über den üblichen Wirkungskreis einer Versicherungsgesellschaft hinausgehen. Anfängliche Verluste verleiteten die Direktion, gewagte Unternehmungen in immer weiterem Maßstabe auszuführen, und zwar handelte es sich neben Beteiligungen aller Art vor allem um die Bestellung von Finanzgarantien, die durch keinerlei Rückversicherung gedeckt wurden. Hierzu kamen Absatzfinanzierungen großen Stils, zu deren Tätigung eine besondere Gesellschaft, die Frankfurter Industrie-Kredit-Gesellschaft, geschaffen wurde. Zum Ruin der Gesellschaft trugen ferner die Privatgeschäfte und eigene Gründungen von Absatzfinanzierungsgesellschaften bei, welche Direktoren der Favag auf Grund des Kredits derselben unternahmen. Das Reichsaufsichtsamt (wie auch der Aufsichtsrat der Favag) blieb in Unkenntnis der Situation der Gesellschaft bis der Zusammenbruch offenkundig wurde. Das erklärt sich daraus, daß die Direktion bemüht war, die Lage der Favag geheimzuhalten und die Bilanzen, Geschäftsberichte und weiteren Unterlagen, die dem Amt einzureichen waren, kein richtiges Bild gaben, insbesondere die in Frage kommenden Geschäfte nicht erkennen ließen (vgl. hierzu den Bericht der in der Generalversammlung vom 30. September 1929 gewählten Revisionskommission der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-Aktien-Gesellschaft

Die modernen Bestrebungen der Anlagepolitik richten sich vornehmlich auf eine breitere Verteilung der Mittel auf die verschiedenen Anlageformen. Um den größeren Risikenausgleich, der das Ziel dieser Maßnahmen ist, leichter erreichbar zu machen, wurden auch Versuche und Schritte unternommen, den Spielraum der Anlagetätigkeit zu vergrößern, d. h. Anlageformen in den Bereich der Versicherungsunternehmungen heranzuziehen, die vorher außerhalb desselben waren, ohne dabei Gefahren heraufzubeschwören, wie das bei der Frankfurter Allgemeinen der Fall war. Es ist die Aufgabe dieses Kapitels, die Rolle, welche die Aktienanlage hierbei spielt, wenigstens den wichtigsten Fällen nach zu behandeln, in welchen sie in Erscheinung trat.

Die Aktie war vor dem Kriege eine durch viele Aufsichtsgesetze ausgeschlossene und im übrigen vor allem auf dem europäischen Kontinent im großen und ganzen gemiedene Anlageform. Die Gründe liegen, wie schon erwähnt worden ist, in dem spekulativen Charakter dieser Anlage, in der für die Anlagezwecke der Versicherungsgesellschaften zu großen Unsicherheit. Diese Unsicherheit zeigt sich zunächst in dem Risiko des völligen Kapitalverlusts, ein Risiko, das sich durch sorgfältige Auswahl von hier allein in Frage kommenden Standardwerten stark vermindern läßt. Ferner äußert sich der spekulative Charakter der Aktie in wesentlichen Schwankungen des Kurses und in der Regel auch des Ertrags. Diese sind jedoch bei den verschiedenen Aktienarten ungleich groß. So sind Vorzugsaktien im allgemeinen weit weniger spekulativer Natur als Stammaktien, und nähern sich

---

und Meyer, F.: a. a. O., S. 24). Es sind dem Reichsaufsichtsamt jedoch viele Vorwürfe gemacht worden, und in Zukunft wird eine Verschärfung der Aufsichtsbestimmungen der Vermeidung ähnlicher Katastrophen dienen (Gesetz über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmungen und Bausparkassen vom 6. Juni 1931). Vor allem sollen Treuhänder für die Überwachung des Deckungsstocks und von der Gesellschaft unabhängige Prüfer für die jährlichen Revisionen (die neben denjenigen des Reichsaufsichtsamts, die alle fünf Jahre erfolgen, stattfinden) herbeigezogen werden. Diese nichtamtliche Prüfung wird sich besonders auch mit der materiellen Seite der Buchführung und Bilanzierung zu befassen haben.

in dieser Beziehung den Obligationen. Die spekulativste Aktienkategorie stellen vielleicht die amerikanischen deferred stocks dar, Nachzugsaktien, deren Ertrag erst nach der Befriedigung der Stammaktionäre zur Auszahlung gelangt. Ferner zeigen sich als weitere allgemeine Unterschiede unter den Aktien diejenigen, welche mehr branchenmäßig bedingt sind. Beispielsweise weisen die Aktien der schweizerischen Großbanken, bei welchen eine recht stabile Dividendenpolitik in Erscheinung tritt, einen geradezu obligationenähnlichen Charakter auf.

Wie wir schon hinsichtlich der Staatswerte ausführten, sind auch die Obligationen nicht durchwegs als eine sichere und den Versicherungszwecken immer entsprechende Anlageform anzusehen. Nur im allgemeinen verhält es sich so, während aber auch bei den Obligationen Unterschiede zu machen sind, und zwar oft recht beträchtliche. Industrieobligationen z. B. können vom Standpunkt der Versicherungsinstitute ebenfalls als spekulativ bezeichnet werden. Es sei darauf verwiesen, daß vor dem Kriege in Deutschland neben den Aktien auch die Industrieobligationen nicht nur für die Anlegung der Prämienreserve, sondern sogar des freien Vermögens nicht zugelassen waren[1].

Die ablehnende Haltung der Versicherungsgesellschaften einerseits und der Aufsichtsgesetze und Aufsichtsbehörden andererseits gegenüber der Verwendung der Aktien als Anlageform für Versicherungsgelder (vor allem derjenigen der Lebensversicherungsgesellschaften) hat seit dem Kriege eine teilweise Änderung erfahren.

Vor allem hatten die Erfahrungen der Inflation die Aufmerksamkeit auf die Aktien gelenkt. Die Verluste an den Obligationen, die sich als auf Geldsummen lautende Schuldforderungen parallel mit der Währung haltlos entwerten konnten, hatten das Streben nach wertbeständigen Anlagen geweckt. Hierbei war insbesondere die Aktie, die in ihrer Eigenschaft als Anteil an einem Unter-

[1] Vgl. v. Waldheim: Nationalökonomische Anmerkungen zu dem Stand und zu der Entwicklung des Versicherungswesens. Ztschr. für Versicherungswesen, Jhg. 1926, S. 434/435.

nehmen eine reale, von der Geldentwertung wenigstens in direkter Beziehung unabhängige Größe darstellt, in Betracht gefallen. Die Scheu vor dem schwankenden und spekulativen Charakter derselben hatte bedeutend nachgelassen, angesichts der fatalen Möglichkeiten, denen die früher als über jeden Zweifel erhaben angesehenen Staatswerte unterworfen sein können.

In Deutschland hatte das Versicherungsaufsichtsgesetz von 1901 den Versicherungsgesellschaften auf dem Gebiete der Wertpapieranlagen eine recht beschränkte Bewegungsfreiheit gelassen. Wie im I. Kapitel der vorliegenden Abhandlung ausgeführt wurde, konnten die Gesellschaften nur die vom Deutschen Bürgerlichen Gesetzbuch als mündelsicher bezeichneten Wertschriften erwerben. Wertschriften, die auf irgendwelche Weise spekulative Elemente enthielten, waren aus dem Bereiche der Versicherungsgesellschaften ausgeschlossen, so vor allem „grundsätzlich" die Aktien. In den in Frage kommenden Kreisen war diese Anlageform abgelehnt worden, insbesondere seit den Vorfällen in der amerikanischen Versicherungswelt von 1906[1]. So spricht z. B. H. Hilbert in seinem im Jahre 1908 erschienenen bereits zitierten Buche seine „besondere Genugtuung" darüber aus, daß die deutschen Versicherungsgesellschaften die Aktienanlage mieden (S. 125).

Da diese Beschränkung auf die mündelsicheren Werte den Kriegs- und vor allem den Nachkriegsverhältnissen nicht mehr gerecht werden konnte, gab man dem Bestreben der Gesellschaften nach einer Erweiterung der Anlagemöglichkeiten nach. Die Novelle vom Jahre 1923 hatte das Ziel, den Gesellschaften eine größere Freiheit in der Vermögensverwaltung zu gewähren (nach dem englischen und amerikanischen Beispiel), „welche ihnen einen höheren Ertrag und eine größere Wertbeständigkeit der Anlagen" bringen sollte. Man wollte ihnen ein Mittel an die Hand geben, um den durch die Markentwertung entstehenden

[1] Diese Vorfälle fanden in Deutschland zu jener Zeit große Beachtung, da das deutsche Aufsichtsamt die amerikanischen Behörden auf die daraufhin aufgedeckten Zustände aufmerksam gemacht hatte (siehe Hilbert, H.: a. a. O., S. 187).

Verlusten und mit der außerordentlichen Teuerung verbundenen Steigerung der Verwaltungskosten zu begegnen[1]. Nachdem das Aufsichtsamt zuvor einigen Gesellschaften die spezielle Erlaubnis zur Erwerbung von industriellen Obligationen gegeben hatte, wurde nun in dem Entwurfe zur Novelle u. a. vorgesehen, diese Anlageform allen Versicherungsgesellschaften zugänglich zu machen. Die Aktien wurden in diesem Entwurfe noch nicht erwähnt. Die Zulassung derselben kam dann auf Antrag des zur Behandlung des Entwurfs vom Reichstag zusammenberufenen Ausschusses zustande[2].

Diesen Befugnissen wurde im § 59 (Absatz 5) des genannten Gesetzes folgende Form gegeben:

„Die Anlegung der den Prämienreservefonds bildenden Bestände kann (unter anderm) erfolgen in Aktien inländischer Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien, in sicheren kurzfristigen, möglichst durch Pfandbestellung oder sonst dinglich gesicherten, verbrieften Forderungen jeder Art gegen inländische kreditwürdige kaufmännische, industrielle, sonstige gewerbliche oder landwirtschaftliche Unternehmungen".

Die zu dieser Bestimmung vom Reichsaufsichtsamt erlassenen Ausführungsvorschriften, die im Rundschreiben vom 25. Mai 1925 enthalten sind, fordern für die Aktienanlage, daß

1. der Aktienbesitz 10% des Prämienreservesolls nicht überschreiten darf;
2. die zu Anlagezwecken verwendeten Aktien an deutschen Börsen kotiert sind (Ausnahmen können gemacht werden, soweit das Aufsichtsamt hierzu die Erlaubnis erteilt);
3. der Besitz an Aktien eines und desselben Unternehmens

[1] Siehe die Begründung zum Entwurfe eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die privaten Versicherungsunternehmungen. Verhandlungen des Reichstags, Bd. 378, Nr. 6023.

[2] Siehe Verhandlungen des Reichstags, Bd. 378, Nr. 6092: Mündlicher Bericht des 22. (Rechts-) Ausschusses über den Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über die privaten Versicherungsunternehmungen.

nicht mehr wie 10% des Aktienkapitals des betreffenden Unternehmens betragen darf;

4. die verwendeten Aktien voll einbezahlt sind.

Von Bedeutung für die Auswertung der neu gebotenen Anlagemöglichkeiten ist die in derselben Novelle durchgeführte Abänderung der Bilanzierungsvorschrift.

Die alte Bilanzierungsvorschrift stammte aus dem Handelsgesetzbuch von 1897, dessen § 261 für die Aktiengesellschaften forderte, daß Wertpapiere, die einen Börsenpreis haben, höchstens mit dem Börsenpreis des Zeitpunktes, für welchen die Bilanz aufgestellt wurde, zur Buchung kommen, sofern dieser Preis jedoch den Anschaffungspreis überstieg, höchstens zu dem letzteren angesetzt werden sollten. Unter diese Bestimmung fielen auch die Versicherungsaktiengesellschaften. Das Versicherungsaufsichtsgesetz von 1901 hat diese Bestimmung aufrecht erhalten und vorgeschrieben, daß sie auch für die Gegenseitigkeitsgesellschaften zu gelten habe.

Diese Vorschrift wurde von den Versicherungspraktikern schon früh heftig mit mehr oder weniger stichhaltigen Argumenten angegriffen, da man sie störend für den Betrieb empfand. Die in der Vorkriegszeit auftretenden, teilweise recht beträchtlichen Kurssenkungen[1] der deutschen Staatspapiere zwangen die Gesellschaften nach der gesetzlichen Verfügung, umfangreiche Abschreibungen vorzunehmen, ohne daß sie andererseits die Möglichkeit hatten, die Kursgewinne zu buchen.

Es wurde darauf verwiesen, daß eine derartige Bilanzierungsvorschrift bei größeren Effektenanlagen eine Unstetigkeit der Gewinnverteilung herbeiführen könne. Dabei handle es sich meistens nur um buchmäßige Verluste, die später auf demselben Wege wieder eingebracht werden. Die schwankende Dividende

[1] Nach einer Statistik in der Zeitschrift für Versicherungswesen, 1909, Nr. 5, betrugen die buchmäßigen Kursverluste der deutschen Lebensversicherungsgesellschaften 1899 ca. 2,2 Mill. M. oder 2,8% des Wertpapierbestandes, 1906 1,2 Mill. oder 1%, 1907 ca. 3 Mill. oder 2,5% des Wertpapierbestandes.

habe aber zur Folge, daß das Vertrauen des Publikums, das die wahre Sachlage nicht kennt, erschüttert wird. Stärkere Kursverluste könnten sogar zu Prämienerhöhungen führen. Die durch die Bilanzierungsvorschrift verursachten nachteiligen Folgen für die Versicherten machten sich überdies gerade in Zeiten bemerkbar, die für sie ohnehin ungünstig sind, da die Kurssenkungen ja in Krisenzeiten einträten [1].

Alle Angriffe auf die unbequeme Vorschrift hatten aber bis zur Novelle von 1923 keinen Erfolg, da den Anschauungen der Versicherungsfachleute nicht nach Maßgabe der Praxis, sondern nach formal juristischen Gesichtspunkten Rechnung getragen wurde [2]. Die Versicherungsgesellschaften versuchten, die störenden Folgen der Bilanzierungsvorschrift auf verschiedenen Wegen zu vermeiden. Sie hielten z. B. stille Kursreserven, realisierten die Gewinne durch Verkauf und Wiederverkauf usw., vor allem aber veranlaßte sie die Bestimmung dazu, die wegen der schlechten Verzinsung ohnehin kleinen Wertpapieranlagen noch zu verringern [3]. Die Abneigung der Versicherungsgesellschaften gegenüber den Staatspapieren führte zur Erörterung der Frage des Anlagezwangs, der in der Vorkriegszeit für einige Unternehmungsgruppen der Sozialversicherung auch wirklich durchgeführt wurde, so am 25. Juni 1910 zuerst für die preussischen öffentlichen Feuerversicherungsanstalten (25 % der Kapitalbestände), dann am 19. Juli 1911 für die Berufsgenossenschaften für Unfallversicherung und

---

[1] Besonders an den Internationalen Kongressen für Versicherungswissenschaft sind gegen diese Bestimmung und solche ähnlicher Art die Stimmen laut geworden.

Vgl. die Beiträge zu dieser Frage von Emminghaus, 3. Kongr. Paris 1900; Labes, 5. Kongr. Berlin 1906; Morell, 6. Kongr. Wien 1909; Bogyo, dito, und ferner die Aufsätze von Gerkrath: Die Bilanzierung von Wertpapieren, Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. 1901.

Siehe auch Reisch, R.: Die Bewertung der öffentlichen Anlehentitres in den Bilanzen der Aktiengesellschaften, Bankarchiv, IX. Jhg., Nr. 20.

[2] Vgl. Fuld: Die Bilanzierung von Wertpapieren, in Ztschr. für das gesamte Aktienwesen, XI. Jhg., Nr. 2.

[3] Vgl. den Vortrag von E. Morell am 6. Internationalen Kongreß für Versicherungswissenschaft, Wien 1909.

die Invaliden- und Hinterbliebenenversicherungsanstalten (25% der Kapitalbestände) und schließlich im Gesetz vom 20. Dezember 1911 für die Reichsversicherungsanstalt.

Die Nachkriegsverhältnisse ließen nun diese Bilanzierungsvorschrift als völlig unhaltbar erscheinen, weshalb dem Streben der Gesellschaften nach ihrer Änderung nachgegeben werden mußte. In der Begründung des Entwurfes zur Novelle von 1923 wurde zugestanden, daß die alte Fassung der Bestimmung der finanziellen Eigenart der Lebensversicherungsgesellschaften nicht Rechnung trage. Die Bestimmung habe vermeiden sollen, daß Gewinne zur Verteilung gelangen, die gar nicht realisiert sind, sondern nur auf der buchmäßigen Wertsteigerung beruhen. Nun wären aber die Anlagen der Lebensversicherungsgesellschaften entsprechend der langfristigen Natur ihrer Verbindlichkeiten beständiger als die der meisten anderen Unternehmungen, so daß es ungerechtfertigt sei (insbesondere unter den herrschenden Verhältnissen), sie bei der Buchung ihrer Wertschriften dauernd an die Höchstgrenze des Anschaffungspreises zu binden. Die neue Bilanzierungsvorschrift, welche auch für die übrigen Versicherungszweige Geltung erhielt, lautet in der Form, die ihr vom Rechtsausschuß des Reichstags gegeben wurde, folgendermaßen:

„Wertpapiere, welche einen Börsen- oder Marktpreis haben, dürfen in den Rechnungsabschlüssen in keinem Fall zu einem höheren Preise angesetzt werden, als dem Börsen- oder Marktpreise des Zeitpunktes, für welchen die Bilanz aufgestellt war. Übersteigt dieser Preis den Durchschnittspreis, welcher sich aus den ersten Börsenpreisen der letzten sechs Kalendermonate des Geschäftsjahres ergibt, so darf höchstens dieser Durchschnittspreis angesetzt werden oder der Anschaffungspreis, insoweit dieser den Börsen- oder Marktpreis nicht übersteigt. Bei der Berechnung des Durchschnittspreises ist der höchste und der niedrigste Preis unberücksichtigt zu lassen."

Nach dieser nachgiebigeren Bestimmung sind nun die Unternehmungen in der Lage, nicht nur Verluste an den Wertschriften, sondern auch Gewinne zu buchen, wobei aber auch Sorge ge-

tragen ist, daß nicht plötzliche Wertsteigerungen ins Gewicht fallen.

In England haben sich tiefgreifende Umgestaltungen auf dem Gebiete der Kapitalanlagen der Lebensversicherungsgesellschaften vollzogen, insbesondere sind die Verschiebungen im Effektenbesitz in Erscheinung getreten. Während die Gesellschaften vor dem Kriege relativ geringe Mittel in britischen Staatspapieren anlegten, dafür aber große Bestände an amerikanischen Dollarpapieren besaßen, hat sich dieses Verhältnis während der Kriegsjahre von Grund aus geändert. Die in diesen Jahren zur Ausgabe gelangenden neuen Typen von britischen Staatspapieren wurden in stark wachsendem Umfange von den Lebensversicherungsgesellschaften angekauft, einmal da diese eine günstige Rendite abwarfen, aber auch aus patriotischen Gründen. Um diese Ankäufe bewerkstelligen zu können, wurden die amerikanischen Dollarpapiere abgestoßen, und zwar bei vielen Gesellschaften fast gänzlich[1]. So finden wir nach dem Kriege einen sehr viel größeren Prozentsatz der Kapitalbestände der englischen Lebensversicherungsgesellschaften in heimischen Staatspapieren angelegt. Die seither eingetretenen Veränderungen in den Wertschriftenanlagen interessieren nun an dieser Stelle insbesondere.

Als nach dem Kriege das Kreditbedürfnis des Staats nachließ und sich die britischen Staatspapiere als nicht so rentabel erwiesen wie in den Jahren zuvor, begann man, zunächst allmählich und dann in steigendem Maße, sich von dieser Anlageform zurückzuziehen. Zur Illustration dieser rückläufigen Bewegung sollen einige Ziffern aus der „Financial Times“ wiedergegeben werden[2]. Die zur Anlage gelangenden Mittel der englischen Lebensversicherungsgesellschaften beliefen sich am Ende des Jahres 1921 auf Pfd. St. 346,710,000 und wuchsen bis Ende 1928

[1] Vgl. J. M. Keynes: a. a. O., S. 33.

[2] The Financial Times, London, Saturday, 28th June, 1930: Investment Policy of Life Assurance Offices, S. 7.

auf Pfd. St. 578,671,000 an. Zu Ende des Jahres 1929 betrugen diese Mittel Pfd. St. 613,475,000. Am Ende von 1921 machten die britischen Staatspapiere 41,5 % der Gesamtauslagen aus, stellten also einen Wert von Pfd. St. 143,932,000 dar. Bis Ende 1928 war dieser Betrag nur um Pfd. St. 2,000,000 gewachsen, was bewirkte, daß der prozentuale Anteil auf 25,2 % sank. Während des Jahres 1929 nahmen die Bestände um Pfd. St. 15,000,000 ab, so daß sich am Ende desselben der Anteil der britischen Staatspapiere an den gesamten Anlagen nur noch 21,27 % belief.

Als dieser Rückzug von den einheimischen Staatspapieren eintrat, ergab sich von selbst die Frage, welche andern Anlageformen nun in Anspruch zu nehmen waren. Die Erfahrungen mit den Obligationen fremder Staaten ermutigten die Gesellschaften durchaus nicht, diese in höherem Maße zu verwenden. Ganz im Gegenteil! Was die kolonialen Schuldverschreibungen betrifft, so zeigte sich hier eine gewisse Vorsicht ratsam, die vor dem Kriege überflüssig war[1]. Wir erinnern an dieser Stelle daran, daß die kolonialen und fremden Staatspapiere zusammengenommen prozentual keine Zunahme erfuhren, sondern in den letzten Jahren sogar einen kleinen Rückgang aufweisen (siehe die Tabelle auf Seite 40). Dieselbe Tabelle zeigt aber dagegen ein leichtes Anschwellen der Hypothekenanlage und Policen- und übrigen Darlehen, welches seit 1924 eingesetzt hat. Ferner ist ihr zu entnehmen, daß der Besitz an Aktien und privaten Obligationen seit 1921 stark anwächst (während er in den Kriegsjahren erheblich zusammengeschmolzen ist). 1921 machten die Aktien und privaten Obligationen nach diesen Feststellungen nur 15,8 % der Gesamtanlagen aus. Die seitherige Entwicklung hat diese

---

[1] J. M. Keynes: a. a. O.

An der 101. Generalversammlung der „National Mutual" erklärt Keynes: „We have taken particular precautions to avoid risk on Foreign Government securities. We have reduced our holding of European Government securities to very small dimensions, and for many years past we have held no securities of the Australian Government or States" (The Economist, January 31., 1931).

Gruppe von Anlagen bis Ende des Jahres 1928 den Prozentsatz von 26,9 erreichen lassen.

Die folgenden Zahlen geben den Anteil der Aktien an der Umgestaltung der Gesamtanlagen von 21 englischen Lebensversicherungsgesellschaften. Die „Financial Times“ berechnet denselben in dem bereits zitierten Artikel für 1921 auf 2,1 % (= Pfd. St. 7,266,000), für 1928 auf 7,17 % und konstatiert für das Jahr 1929 eine weitere Steigerung des Aktienbesitzes (Stammaktien) um über Pfd. St. 8,000,000, so daß der Anteil desselben an den Gesamtanlagen am Ende des Jahres auf 8,1 % angewachsen ist. Zu diesen Zahlen ist allerdings zu bemerken, daß sich dieser Aktienbestand auf die einzelnen Unternehmungen mit sehr erheblichen Unterschieden verteilt, worauf wir unten zurückkommen werden.

In dieser Nachkriegsbewegung, welche zugunsten der Aktien einsetzte, spielt die „National Mutual Life Assurance Society“, deren Vorsitz J. M. Keynes innehat, die führende Rolle. Keynes hat seine Anschauungen über die Verwendbarkeit der Aktien, vor allen Dingen auch der Industrieaktien in der heute gebotenen aktiven Anlagepolitik, in gelegentlichen Publikationen eingehend zur Kenntnis gegeben und hat auch an Generalversammlungen des genannten Unternehmens die Anlageverteilung desselben zu rechtfertigen gesucht. Auf die wichtigsten der von ihm vertretenen Gedanken, welche nicht allein in der englischen Versicherungswelt Anklang gefunden haben, sondern auch über England hinaus wirkten, soll hier kurz eingegangen werden.

Keynes hebt vor allem den Gegensatz hervor, der zwischen den Aktien als Sachwerten und den Obligationen als Geldwerten besteht. Die Anlage in Aktien rechtfertige sich zunächst als Schutzvornahme gegen die Inflation, welche nicht die Sachwerte, aber die Geldwerte in vollem Umfang treffe, und zwar ohne daß später eine Revalorisierung in gleichem Maßstabe stattfinde, da derjenige Teil der Gesellschaft, der aus der Inflation Vorteile gewinnt, demjenigen, der sie aus der Deflation zieht (insbesondere die Obligationeninhaber) überlegen sei. Ferner macht Keynes

geltend, daß bei einem größeren Obligationenbesitz, auch wenn die Auswahl der Werte mit größter Sorgfalt getroffen wird, hin und wieder Verluste eintreten. Da nun die Obligationen nicht mehr als den festgesetzten Zins abwerfen, so kann kein Ausgleich dieser Verluste stattfinden, wie das im entsprechenden Fall bei einem größeren Aktienportefeuille möglich ist, das bei dem Verlustrisiko auch die Chance zu besonderen Gewinnen bietet.

Die weiteren Argumente, die Keynes zugunsten der Aktien und zuungunsten der Obligationen anführt, beruhen ausschließlich auf dem Gegensatz zwischen den Aktien und Obligationen von privaten Gesellschaften. Er verweist darauf, daß der „menschliche Faktor" auf der Seite der Aktie stehe, das heißt, daß die Geschäftsführung der Unternehmungen bestrebt ist, die Interessen des Aktionäre auch zum Nachteil der Besitzer der Obligationen möglichst zu fördern. Ferner ist er der Ansicht, daß der Obligationenbesitzer, indem er keinen weiteren Anspruch hat als den fixierten Zins, gewöhnlich einen sehr hohen Preis dafür zahlt, daß er die Verwaltung der Mittel in die Hände der Gesellschaft übergibt.

Keynes mißt auch einem gewissen Zinseszinselement, das der Aktienanlage anhaftet, besondere Bedeutung zu, einer Tatsache, die von dem amerikanischen Anlagefachmann E. L. Smith in seinem Buche[1] herausgestellt wurde. Es handelt sich hier um den Gedanken, daß der Realwert einer gesunden Industrieunternehmung im Laufe der Jahre allmählich anwächst, da die Gewinne in der Regel nicht voll ausgeschüttet, sondern teilweise akkumuliert werden.

Aus diesen Gründen zieht nun Keynes die Schlußfolgerung, daß die Obligationen auf die Dauer weniger als den zu Anfang vermuteten Ertrag abwerfen, die Aktien dagegen mehr. „Aktien entwickeln sich besser als Obligationen, und zwar um mehr als den

[1] Edgar Lawrence Smith: Common Stocks as long Term Investments, New York 1928. — Keynes fußt in dem in Frage stehenden Artikel zum Teil auf den Gedanken dieses Buches.

Unterschied zwischen ihrem augenscheinlichen Zinsfuß" (Ztschr. für die gesamte Versicherungswissenschaft, 1927, S. 37)[1].

Diese Ansichten blieben nicht unwidersprochen. Man machte geltend, daß die Verpflichtungen der Versicherungsgesellschaften auf bestimmte Geldsummen lauten, ohne irgendwelchen Zusammenhang mit Realwerten. Aus diesem Grunde stellten die Obligationen (vor allem die rückzahlbaren) als Schuldverschreibungen auf bestimmte Beträge in Geld, die zudem noch den Vorteil eines festen Ertrags gewähren, die denkbar geeignetste Form für die Wertschriftenanlagen der Versicherungsgesellschaften dar[2]. Gegen die Aktienanlage wurde in erster Linie das alte Argument der Unsicherheit derselben ins Feld geführt. Sie stelle stets ein zu großes Risiko dar, und der Charakter der Lebensversicherung bedinge das Ausscheiden jeden spekulativen Elements. So etwa sprach sich Sir W. H. Goschen (von der „Sun Life Assurance Society") gegen die Investierung der Mittel der Lebensversicherungsgesellschaften in Aktien aus[3].

Interessant sind auch die Äußerungen, die C. M. Douglas 1929 in einem Vortrage vor der Faculty of Actuaries machte. Seine Ansichten beruhen auf eigenen und anderen statistischen Arbeiten, welche Aktien und Obligationen einander gegenüberstellen. Seinen Schlußfolgerungen nach lehnt er die Verwendung von Industrieaktien weder ab noch stimmt er ihr zu. Hingegen weist er den Vorschlag, nur einen kleinen Teil des Kapitals in Aktien anzulegen zurück. Wenn man glaube, daß eine solche Anlage von Vorteil sei, sagt er, verstehe er nicht, daß man sie limitiere. Andererseits, wenn man finde, daß sie

---

[1] Vgl. zu diesen Grundsätzen:

J. M. Keynes: Investment Policy for Insurance Companies, The Nation (London) 35. Bd., 1925, S. 226.

Übersetzung: Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherungsgesellschaften nach englischer Auffassung. Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss., Bd. 27, 1927, S. 33 ff.

[2] Siehe: The Statist (London), July 14, 1928, S. VII: Some Tendencies in the Policies of Investment Offices.

[3] Siehe: The Statist (London), February 18, 1928: Life Office Investment.

mit Gefahr verbunden sei, so solle man sie überhaupt nicht in Betracht ziehen. Wolle man jedoch die industriellen Aktien in größerem Umfange als Anlage benützen, dann sei auf die zeitlichen Verschiebungen zu achten, welche einmal diese Anlage zu einer günstigen, das andere Mal aber zu einer nachteiligen werden lassen. Bei steigendem Trend des Zinsfußes gestalte sich die Aktienanlage durchwegs günstiger als die Obligationenanlage, dagegen müsse man bei sinkendem Trend, dem Konjunkturwechsel Rechnung tragend, einmal die Aktien, das andere Mal die Obligationen bevorzugen[1].

Den Anschauungen von Keynes gemäß legte die „National Mutal Life Assurance Society" einen recht beträchtlichen Teil der Mittel in Aktien an, wobei gerade die Stammaktien industrieller Unternehmungen starke Berücksichtigung erfuhren. Auch andere englische Lebensversicherungsgesellschaften schlossen sich dieser Anlagepolitik, wenn auch nicht so weitgehend, an, während die übrigen Unternehmungen mehr oder weniger Zurückhaltung üben. Es lassen sich so nach der Art der Anlagepolitik drei Gruppen unter den englischen Lebensversicherungsgesellschaften unterscheiden: Zunächst diejenigen, die mehr traditional eingestellt sind, die modernen Bestrebungen als den Sicherheitsforderungen der Lebensversicherung unangemessen ablehnen, und deren Wertschriftenanlage deshalb hauptsächlich aus Staats- und anderen Obligationen bestehen, ohne daß ein besonderer Wechsel der Werte stattfindet („static investment policy"); dann eine Gruppe von Gesellschaften, deren Anlageverteilung schon aktiver vorgenommen wird, die je nach dem Fallen oder Steigen der Zinssätze einen Wechsel zwischen lang- und kurzfristigen Obligationen eintreten lassen und auch Aktien zu Anlagezwecken verwenden, in der Regel aber public utility ordinary stocks (Aktien von Gas-, Elektrizitäts-, Wasserwerken usw.); schließlich die Vertreter der extremen Richtung, welche in der Erwerbung indu-

[1] Douglas, C. M.: The Statistical Groundwork of Investment Policy. Transactions of the Faculty of Actuaries in Scotland, Nr. 112, 1929, S. 191 u. 192.

strieller Aktien recht weit gehen und deshalb als „hot gospellers“ bezeichnet worden sind[1].

Bahnbrechend für diesen letzteren Typus war, wie schon erwähnt wurde, die „National Mutual Life Assurance Society“. Zu Ende des Jahres 1921 besaß dieses Unternehmen 8,44 % der Gesamtanlagen in Aktien, die Bilanz für 1929 wies dagegen einen Aktienbesitz von nahezu 21 % aus. Die finanziellen Ergebnisse sind in diesen Jahren mit Ausnahme von 1929 ganz ausgezeichnete gewesen. Der durchschnittliche Ertrag der Kapitalien betrug seit 1921 bis Ende 1929 annähernd 6½ %, und zwar nach Abzug der hohen englischen Einkommensteuer, ein gewiß sehr ansehnliches Resultat. Von besonderem Interesse sind nun die Wirkungen, welche die im Jahre 1929 einsetzenden, mit der Weltwirtschaftskrise in Zusammenhang stehenden Kursstürze auf die Gesellschaft ausübten. Die von Keynes an der 100. Generalversammlung der „National Mutual“ gehaltene Rede[2] gibt über die wesentlichen Punkte der finanziellen Resultate dieses Jahres Bescheid. Die Kursstürze hatten einen Verlust von 317,420 Pfd. St. zur Folge, was einer Abnahme der gesamten Anlagebestände um 6 % gleichkommt. Keynes bezeichnet diese Einbuße als relativ klein und gibt zu bedenken, daß die Kursrückgänge bei den englischen Staatsobligationen etwa 5 bis 6 % betrugen, bei den nicht goldgeränderten Schuldverschreibungen um 10 % herum und bei den industriellen Stammaktien 20 bis 30 %. Hieraus ergibt sich, daß eine andere, als die eingeschlagene Anlagepolitik noch weit schwerere Verluste hätte zeitigen können. Trotz des immerhin doch beträchtlichen tatsächlichen Verlusts verblieb die „National Mutual“ in einer sehr starken finanziellen Position, was auf die hohen Gewinne der vorhergehenden Jahre zurückzuführen ist. Die Lage der Gesellschaft erlaubte es, außer dem üblichen Gewinnanteil der Versicherten einen besonderen

---

[1] Vgl. Douglas, C. M.: a. a. O., S. 175 u. 176,
ferner auch: The Economist, Insurance Supplement, July 13, 1929: Life Offices Investments.

[2] The Economist, Insurance Supplement, February 1, 1930.

Bonus anläßlich des hundertjährigen Bestehens zur Verteilung zu bringen, der eine Summe von 162,421 Pfd. St. beanspruchte, und außerdem einen Gewinnvortrag in der Höhe von 386,019 Pfd. St. vorzunehmen. Es kommt hier auch die von der Gesellschaft befolgte Taktik zum Ausdruck, in den Jahren reicher Gewinne keine außerordentliche Gewinnausschüttung vorzunehmen, sondern diese für die Zeiten wirtschaftlichen Rückgangs vorzubehalten. Keynes sprach sich hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Gesellschaft recht optimistisch aus und hoffte, daß es ihr möglich wäre, auch im Laufe der nächsten Jahre von Zeit zu Zeit einen außerordentlichen Bonus gewähren zu können.

Das folgende Jahr brachte der Gesellschaft einen weiteren Verlust an den Anlagen von 179,733 Pfd. St., was eine Einbuße von 3½% der Gesamtbestände bedeutet. Nach Abtragung dieses neuen Verlustes beträgt der durchschnittliche Ertrag der Anlagen in den zurückliegenden zehn Jahren immer noch etwa 6% nach Abzug der Einkommensteuer. Der Vortrag für 1931 betrug nach der Abschreibung der Verluste und des in üblicher Höhe verteilten jährlichen Bonus 200,000 Pfd. St. Zu dieser Gestaltung der Lage seiner Gesellschaft äußert sich Keynes in seiner an der 101. Generalversammlung[1] gehaltenen Rede: „I think that even the critics of our well known investment policy will agree that we have no occasion for serious disappointment."

Das Beispiel der „National Mutual" regte auch andere Lebensversicherungsgesellschaften an, größere Aktienbestände zu halten. Zu nennen wären die „Prudential"[2] mit 11½% der Gesamtanlagen in Stammaktien zu Ende des Jahres 1929, die „Scottish Provident" mit 11,8% und die „Provident Mutual" mit 13,6%. Die „Norwich Union Life" besitzt sogar 19,3% ihrer Anlagen in Stammaktien, aber ein großer Teil derselben besteht aus den

[1] Siehe den Bericht über die Generalversammlung der „National Mutual" im Economist, January 31, 1931.

[2] Vor einigen Jahren übernahm die „Prudential" 100,000 Aktien der inzwischen in Schwierigkeiten geratenen Österreichischen Kreditanstalt (Notiz i. d. Frankfurter Zeitung vom 15. Mai 1931, Nr. 358, S. 4).

Anteilen an der „Norwich Union Fire", eines Konzerns, mit der die Gesellschaft in Beziehung steht. Ähnlich liegen die Verhältnisse bei einigen anderen Gesellschaften. Die „Financial Times" berechnet den Stammaktienbesitz von 16 englischen Lebensversicherungsgesellschaften insgesamt auf rund 10%[1].

Gesellschaften, welche nahezu keine oder sehr wenige Stammaktien besitzen, sind die folgenden: Legal and General, Refuge, Scottish Widows, Sun und United Kingdom Temperance[1].

Im Staate New York, wo das Armstrong-Gesetz vom Jahre 1906 den Lebensversicherungsgesellschaften die Anlagen in Aktien verboten und die Abstoßung des bestehenden Aktienbesitzes gefordert hatte, haben sich die Gesellschaften seither für die Beseitigung dieser Vorschrift wiederholt eingesetzt. Diese Bemühungen führten bis lange nach dem Kriege nicht zu dem geringsten Erfolge. Erst im Jahre 1927 erhielten die Lebensversicherungsunternehmungen die Erlaubnis, Vorzugsaktien (preferred stocks), von welchen es in Amerika zahlreiche Arten gibt, unter gewissen Bedingungen zu kaufen. Seither ist wieder von maßgebenden Personen der Versicherungspraxis angeregt worden, dieses Zugeständnis auch auf die Stammaktien (common stocks) auszudehnen.

Auf Grund einer im Oktober 1929 stattgefundenen Konferenz der Versicherungspraktiker hat der Vorsteher des Versicherungsaufsichtsamts des Staats New York offiziell den Vorschlag für ein Gesetz gemacht, welches den Lebensversicherungsgesellschaften gestattet, wenigstens führende Stammaktien für Anlagezwecke zu kaufen. Dieser Vorschlag fand zunächst großen Anklang, als aber mit der sich immer mehr verschärfenden Krise, die ja zunächst gerade in den Vereinigten Staaten ein katastrophales Ausmaß annahm, die Aktienkurse immer weiter abstürzten, änderten sich die Ansichten wieder. Das zeigte sich, als der Governor des Staates New York Roosevelt vor der neuen Legislaturperiode die Spitzen der Versicherungswelt zusammenberief,

[1] The Financial Times, a. a. O.

um über eventuelle gesetzliche Maßnahmen zu beraten. Man hielt eine Änderung der gesetzlichen Bestimmung nicht für wünschenswert und fand, daß die Erlaubnis, Vorzugsaktien anschaffen zu dürfen, wenigstens zur Zeit der Anlagepraxis genügenden Spielraum gewähre. Man wies darauf hin, daß die an den Börsen herrschende Panik zeige, daß die Stabilität der Stammaktien überschätzt worden sei. Als man den Wunsch nach einem Besitz an Stammaktien äußerte, hatte man gehofft, mit Hilfe desselben die Wirkung der Schwankungen in der Kaufkraft des Dollars zu mildern, aber nun erschien dieses Risiko doch klein neben den Gefahren, die ein Aktienportefeuille mit sich brachte. Albert Conway, der Chef des Aufsichtsamts, der im Anfangsstadium der Krise eine Gesetzesänderung befürwortet hatte, sah unter den neuen Verhältnissen keinen Anlaß mehr zu weiteren Diskussionen über diesen Gegenstand[1].

Während die Wertpapieranlagen der amerikanischen Lebensversicherungsunternehmungen fast ausschließlich aus Obligationen (bonds) bestehen, so weist die Zusammensetzung der Anlagen der übrigen Versicherungszweige, denen hinsichtlich der Aktien keine Beschränkungen auferlegt worden sind, teilweise sehr hohe Prozentsätze an solchen auf. Der „Annual Survey of Insurance Company Investments“ von J. G. White & Co., dessen Ergebnissen die folgenden Daten entstammen[2], stellt fest, daß bei allen Versicherungszweigen im Laufe des Jahres 1929 eine fortgesetzte prozentuale Abnahme im Besitze an Bonds und eine weitere Zunahme des Aktienportefeuilles zu beobachten ist und, daß diejenigen Gesellschaften, welche hauptsächlich in Bonds anlegten, besser abgeschnitten haben als diejenigen, welche größeren Aktienbesitz aufwiesen. Aber es ist weder der einen noch der anderen

---

[1] Vgl. hierzu die New Yorker Zeitung „Journal of Commerce“ vom 8. Januar 1930.

Ferner: „The Commercial & Financial Chronicle“, New York, vom 11. Januar 1930, S. 225.

[2] „The Commercial & Financial Chronicle“, New York, vom 2. August 1930, S. 726.

Kategorie von Gesellschaften gelungen, eine Abnahme ihrer Bestände zu vermeiden, da die Kursrückgänge sowohl bei den festverzinslichen als bei den dividendentragenden Werten eintraten.

Die Untersuchungen von J. G. White & Co. erstrecken sich auf 146 führende Versicherungsgesellschaften, die 1929 insgesamt 17 Milliarden Dollar investiert hatten, und zeigen, daß die relative Abnahme der Anlagen in Bonds und die relative Zunahme der Anlagen in Aktien bei allen Zweigen seit 1924 ununterbrochen anhalten. J. G. White & Co. machen besonders darauf aufmerksam, daß diejenigen Unternehmungen, welche größere Aktienanlagen besaßen, obwohl sie hinsichtlich ihrer Investierungen schlechtere Resultate zeitigten als die anderen, doch recht geringe Verluste erlitten haben.

Bei den 33 Lebensversicherungsgesellschaften, welche Gegenstand der Untersuchung waren, bestanden Ende 1929 45,6 % sämtlicher Anlagen in Bonds gegenüber 46,9% 1928 und 51,6% im Jahre 1924. Der Aktienbesitz wuchs im Laufe des Jahres 1929 von 1,9% auf 2,6% der Gesamtanlagen, setzte sich aber im wesentlichen aus Vorzugsaktien und guaranteed stocks[1] zusammen. Diese Gesellschaften wiesen für 1929 einen Ertrag von 4,7% und Kursverluste von insgesamt 1,21% der Anlagen aus.

Die 43 Feuerversicherungsgesellschaften, die so ausgewählt worden waren, daß keine derselben im Jahre 1924 40 oder mehr Prozent der Gesamtanlagen in Aktien besaß, hatten 1924 zusammen 19%, 1928 35% und 1929 41% der Mittel in solchen angelegt. Der Besitz an Bonds dieser Gruppe repräsentierte 1924 76% der Anlagen und verringerte sich im Laufe von 1929 von 61% auf 56%. Der Ertrag aus den Anlagen dieser Unternehmungen belief sich im Jahre 1929 auf 4,25%, und die Kursverluste betrugen 1,1% der Anlagen.

Ferner wurden weitere 20 Feuerversicherungsinstitute der Untersuchung unterworfen, bei welchen jede derselben 1924 mehr

[1] Guaranteed stocks sind Aktien, welche den Vorzug einer in bestimmter Höhe festgesetzten Dividendengarantie gewähren, die von einer anderen Gesellschaft ausgeht.

wie 40 % der Mittel in Aktien angelegt hatte. Bei diesen Gesellschaften zusammen machten diese 1924 55 % der Anlagen aus, 1928 66 % und Ende 1929 74 %. Der Bestand an Bonds verringerte sich von 41 % im Jahre 1924 auf 32 % 1928 und 25 % 1929. 1928 erreichte diese Gruppe von Gesellschaften das beste finanzielle Resultat, 1929, als Kursrückgänge stark einsetzten, zeitigten sie dagegen von allen übrigen Gruppen das schlechteste, nämlich bei einem Ertrag von 4,27 % einen Verlust von 2,64 % der angelegten Mittel.

Die Anlagen von 25 Gesellschaften verschiedener Zweige, welche 1928 aus 68 % Bonds und 30 % Aktien zusammengesetzt waren, bestanden Ende 1929 aus 61 % Bonds und 35 % Aktien. Der Ertrag aus diesen Anlagen betrug während des Jahres 1929 4,43 % und der Verlust 1,53 % des Wertes der Effekten.

Was die Zusammensetzung des Obligationenbesitzes dieser Gruppe von Gesellschaften betrifft, so kommen J. G. White & Co. zu dem Ergebnis, daß die Bestände an public utilities (Bonds von Elektrizitäts-, Gas-, Telephon-, Telegraphengesellschaften und Wasserwerken) und industriellen Bonds im Jahre 1929 prozentual etwas angewachsen sind, während diejenigen an den United States Government Bonds prozentual einen starken Rückgang erfahren haben. Auch der Besitz an Eisenbahnbonds hat sich, außer bei den Lebensversicherungsunternehmungen, um einiges vermindert.

III. Kapitel.

Der Vergleich von Stammaktien und Obligationen als Daueranlagen.

Die Kontroversen über die Verwendbarkeit der Aktien, insbesondere der Stammaktien, für die Anlagen der Versicherungsgesellschaften und die tatsächlich durchgeführten Versuche in der Nachkriegszeit regen dazu an, der Frage auf rechnerischem Wege näher zu treten. Da die Anlagen der Versicherungsgesellschaften, vor allem der Lebensversicherungsgesellschaften, auch unter der Voraussetzung einer aktiveren Anlagepolitik als die der Vorkriegszeit, als typische Daueranlagen zu werten sind, so handelt es sich darum, die Eignung der Stammaktie als langfristige Anlage zu prüfen. Um die Eigenschaften der Stammaktien in dieser Beziehung beurteilen zu können, ist ein Maßstab notwendig. Diesen bieten naturgemäß die Obligationen, die festverzinslichen Werte, welche die übliche Daueranlage darstellen.

Bevor wir auf den Vergleich der schweizerischen Aktien und Obligationen eintreten, möchten wir kurz zwei grundlegende Untersuchungen dieser Art behandeln, welche uns als Ausgangspunkt für die eigene Arbeit gedient haben.

Eine amerikanische und englische Untersuchung.

Eine sehr ausführliche Analyse des Verhältnisses von Stammaktien und Obligationen wurde von dem Amerikaner Edgar Lawrence Smith, dem Präsidenten der Investment Managers Company, unter dem Titel „Common Stocks as long Term Investment“ [1] durchgeführt, eine Untersuchung, deren Bedeutung für die

[1] Smith, Edgar Lawrence: a. a. O.

Versicherungsunternehmungen Keynes hervorgehoben hat[1]. Der Autor selbst jedoch macht diese Untersuchung nicht im Hinblick auf die Versicherungsgesellschaften, im Gegenteil, er ist der Meinung, daß solche Unternehmen richtig handeln, wenn sie die festverzinslichen Wertschriften bevorzugen. Er begründet diese Ansicht mit einer Behauptung, die wir schon früher kennengelernt haben, nämlich daß die Versicherungsgesellschaften wie die Banken und Trustgesellschaften hinsichtlich ihrer Verpflichtungen nur auf die Höhe der bereitzustellenden Summen zu achten hätten und nicht auf die Kaufkraft derselben, da ihre Verbindlichkeiten nur auf bestimmte Geldbeträge lauten, deren Tauschwert sie nicht, sondern nur den Kunden berühre. Keynes macht demgegenüber geltend, daß das bis zu einem gewissen Grade nur für diejenigen Versicherungsgesellschaften zutreffe, welche die Versicherten nicht am Gewinn beteiligen, während z. B. die Lebensversicherungsgesellschaften auf Gegenseitigkeit im Interesse der Versicherten auch auf den Realwert ihrer Leistungen zu achten hätten.

Die Berechnungen von Smith erstrecken sich auf den Zeitraum 1866—1922, welchen er mehrfach unterteilt, vor allem um die Wirkungen, die von den Bewegungen der Kaufkraft des Dollars ausgehen, zu berücksichtigen. Die beiden Hauptperioden, welche er der Untersuchung unterwirft, 1866—1897 und 1897 bis 1922, sind dadurch gekennzeichnet, daß in der ersten ein Steigen und in der letzteren ein Sinken der Kaufkraft des Dollars festzustellen ist.

Bei der Auswahl der Werte hat er verschiedene Verfahren verwendet, welche den Einwand einer gewollten Beeinflussung der Resultate durch eine willkürliche Auslese ausschließen sollen.

Für die erste Berechnung, welche die Zeitspanne 1901—1922 umfaßt, verteilt Smith ein Kapital von 10,000 Dollar so gleichmäßig wie möglich auf diejenigen zehn Industriewerte, welche in der ersten Woche der Periode am meisten gehandelt wurden.

---

[1] Artikel von Keynes, a.a.O.

Er weist darauf hin, daß ein kluger anlagesuchender Privatmann auf diese Weise nie gehandelt haben würde; er hofft aber, auf diesem Wege wenigstens einigermaßen brauchbare Werte zu finden, ohne sich auf die Kenntnis des nachherigen Verlaufs der Dinge gestützt zu haben. Dieses Verfahren ist gewiß nicht ungeeignet, aber für die Erfassung der meist gehandelten Aktien ist eine Woche wohl etwas kurz. Wenn er den Monat vor dem Ausgangspunkt der Berechnungen genommen hätte, so wäre das Ergebnis theoretisch günstiger gewesen. In einem so kurzen Zeitraum weil einer Woche, können Spekulationswellen viel zu stark zur Geltung kommen. Das gilt nun für die amerikanischen Verhältnisse, welche durch eine bedeutend intensivere Börsenspekulation gekennzeichnet sind als die europäischen, in noch verstärktem Maße. Bei der Verwendung von Aktien für Anlagen von dauerndem Charakter sollten sehr spekulative Werte, vor allem solche mit zweifelhafter Grundlage nach Möglichkeit vermieden werden. Bei der erwähnten Methode jedoch besteht eine erhöhte Gefahr, derartige Werte in die Untersuchung einzubeziehen. Allerdings ist zu sagen, daß das sehr günstige Ergebnis, das so erreicht wurde, dann um so mehr zugunsten der Aktienanlage sprechen kann.

Diesen Aktien, wie den weiterhin gewählten, stellt er 4 % ige Obligationen gegenüber, weil in der ersten Woche des Januar 1901 fünfzehn Eisenbahnobligationen eine durchschnittliche Rendite in dieser Höhe abwarfen. Er nimmt zugleich an, daß keinerlei Kapitalverlust eintritt, eine Annahme, welche den Obligationen in den ersten drei Berechnungen einen Vorteil gibt, da in dem Zeitraum 1901—1922 bei den betreffenden Werten ein solcher eintrat.

Für die zweite Berechnung (ebenfalls 1901—1922) schlägt er einen anderen Weg bei der Auswahl der Aktien ein, welcher es nun in höherem Grade als der vorige ermöglicht, eine gute Anlage zu erreichen. Aus den Industrieaktien, welche in den Jahren 1894—1900 die konstanteste Dividende aufweisen, greift er diejenigen Werte heraus, die im Jahre 1900 den höchsten

Ertrag abwarfen. Ein Zeichen dafür, wie der Zufall das Resultat beeinflussen kann, ist das diesmal merkwürdigerweise wesentlich schlechtere Ergebnis. In der dritten Berechnung verteilt er das Kapital auf zehn verschiedene Industrien. Er versucht dabei den günstigsten Wert jeder Industriegruppe zu erfassen und wählt zu diesem Zweck denjenigen, der in der ersten Woche der Periode am meisten gehandelt wurde. Hier erreicht er das weitaus beste Resultat.

Nun wendet sich Smith der Periode steigender Kaufkraft des Dollars zu, und zwar zunächst den Jahren 1880—1899. Da die Eisenbahnaktien um 1880 im Vordergrund des Interesses standen, wählt er dieses Mal fünf Eisenbahn- und fünf verschiedene Aktien. Die Auswahl trifft er, indem er die beiden früher verwendeten Verfahren kombiniert. Von den fünfzehn in der ersten Woche am meisten gehandelten Eisenbahnaktien nahm er diejenigen, welche den höchsten Ertrag abwarfen, während er die fünf verschiedenen Aktien allein nach dem höchsten Ertrag ausschied, da er den Umsatz derselben nicht feststellen konnte.

Bei der Berechnung für die Zeitspanne 1866—1885 beschränkt er sich auf die an der Bostoner Börse kotierten Werte. Von den damals wichtigsten Unternehmungsgruppen (Baumwollspinnereien, Eisenbahnen, Gaswerke, Pferdebahnen) greift er jeweils einige Werte heraus, und zwar diesmal nach der Höhe des Aktienkapitals. Er berechnet dann zur Ergänzung das Ergebnis für dieselbe Periode unter Beibehaltung der gleichen Unternehmungsgruppen, aber indem er die nächst größten Gesellschaften erfaßt und erhält auf diese Weise das erste und einzige Mal ein Plus für die Obligationen, welches jedoch gering ist, verglichen mit den sonstigen Mehrergebnissen der Aktien[1]. 1866—1885 betrachtet Smith im Hinblick auf die stark steigende Kaufkraft des Dollars ohnehin als die ungünstigste Periode für die Anlage in Aktien.

Die Resultate der weiteren Ergänzungsberechnungen sprechen

---

[1] Siehe die Resultate auf folgender Seite.

alle für die Aktienanlage, trotz den ungünstigen Bedingungen, welche absichtlich gesucht werden.

Für die Periode 1892—1911, deren Anfangspunkt recht hohe Aktienkurse aufzuweisen hatte, werden die Unternehmungen mit dem höchsten Aktienkapital herausgestellt, von welchen dann diejenigen Gesellschaften aus den verschiedenen Unternehmungsgruppen herausgegriffen werden, die in den letzten (2—5) Jahren die regelmäßigste Dividende zur Ausschüttung brachten.

Die achte Berechnung wurde in einem Zeitpunkt begonnen (1906), in welchem die Aktienkurse höher standen als am Endpunkt (1922). Von jeder Gruppe von Unternehmungen wurde diejenige gewählt, welche das höchste Aktienkapital besaß.

Die drei letzten Resultate beziehen sich auf die Aktien von Eisenbahnunternehmungen (1901—1902). Für die Berechnung Nr. 9 wurden diejenigen mit dem höchsten Aktienkapital, für Nr. 10 diejenigen mit dem höchsten Aktienkapital, welche Dividenden auszahlten, genommen, und schließlich für Nr. 11 solche Unternehmungen, welche wohl das höchste Aktienkapital besaßen, aber 1900 keine Dividende verteilten, gewählt.

Wir haben die ganze Mannigfaltigkeit der von Smith verwendeten Verfahren, welche den Wert seiner Untersuchung steigern, wiedergegeben, einmal, um die Bedeutung dieser Berechnungen zu beleuchten und ferner, um die verschiedenen Variationen, die auf diesem Gebiete möglich sind, zu zeigen.

In der nachfolgenden Aufstellung finden sich die jeweiligen Mehrergebnisse oder Verluste der Aktien, welche aus dem Vergleich mit der vierprozentigen Obligation resultieren:

		Dollar
1. Berechnung:	1901—1922	16,400.94
2. „	1901—1922	9,242.26
3. „	1901—1922	21,954.72
4. „	1880—1899	12,002.04
5. „	1866—1885	2,966.85
6. „	1866—1885	—1,012.—
7. „	1892—1911	11,723.80

			Dollar	
8.	Berechnung:	1906—1922	6,651.01	
8a	„	1906—1922	4,938.08	
9.	„	1901—1922	13,734.72	Eisenbahnen
10.	„	1901—1922	3,329.72	„
11.	„	1901—1922	17,140.25	„

Die Resultate sind für die Aktien sehr günstig ausgefallen, mit Ausnahme von einem einzigen, welches jedoch, wie wir sahen, unter sehr verschärften Bedingungen zustande kam. Das besondere Ergebnis dieser Untersuchung, welches auch von Anfang an das angestrebte Ziel von Smith war, ist der empirische Beweis, daß der Vorteil der Aktienanlage nicht nur bei sinkender, sondern auch bei steigender Kaufkraft des Dollars deutlich in Erscheinung tritt.

Keynes äußerte in seiner bereits erwähnten Besprechung des Buches von Smith den Wunsch, daß auch für die englischen Verhältnisse eine solche Untersuchung gemacht werde. Diesem Wunsche kam H. E. Raynes, der Sekretär der Legal and General Assurance Society, in einem Vortrage vor dem London Institute of Actuaries[1] nach, in welchem rechnerische Ergebnisse mitgeteilt wurden, die nicht nur in den englischen, sondern auch in den ausländischen Fachkreisen Aufsehen erregten.

Raynes unterwirft eine Periode von 15 Jahren, nämlich vom 31. März 1912 bis zum 31. März 1927, der Untersuchung. Die Eigenart und auch die Schwäche seiner Untersuchung liegt darin, daß er Aktien und Obligationen derselben Unternehmungen einander gegenüberstellt, ein Vorgehen, das aus keinem Grunde gerechtfertigt erscheint und den Wert der Berechnungen nachteilig beeinflussen kann, da es nur die Erfassung repräsentativer Vertreter der einen oder der anderen Wertschriftenkategorie gestattet. Die verwendeten Unternehmungsgruppen sind solche, die

[1] „The Place of Ordinary Stocks and Shares (as distinct from Fixed Interest bearing Securities) in the Investment of Life Assurance Funds." Journal of the Institute of Actuaries, London, No. 295, March 1928, S. 21—35.

vor dem Kriege in den Anlagen vieler englischer Versicherungsunternehmungen figurierten: Eisenbahnen, Gas- und Elektrizitätsgesellschaften (public utility companies), Verkehrs- und Industrieunternehmungen, Finanzierungsgesellschaften. Ausgeschlossen wurden Banken und Versicherungsgesellschaften, weil bei diesen die Obligationenausgabe zu geringfügig ist, um den Vergleich mit den Aktien zu bewerkstelligen (hier tritt wiederum ein Mangel des gewählten Vorgehens in Erscheinung). Aus den einzelnen für die Unternehmung bestimmten Gruppen werden nun jeweils diejenigen sechs englischen Gesellschaften herausgegriffen, welche zu Anfang der zugrunde gelegten Periode das größte Aktienkapital besaßen und zugleich in der Lage waren, Dividenden an die Stammaktionäre zu verteilen. Denselben Gesellschaften (welche er nicht aufführt, was eine Beurteilung der Ergebnisse erschwert) entnimmt er nun die Obligationen oder er ersetzt sie, wenn dieselben aus irgendeinem Grunde außer Betracht fallen, durch Vorzugsaktien des betreffenden Unternehmens.

Das in Anwendung gebrachte Verfahren dürfte für die Auslese der Aktien durchaus brauchbar sein, dagegen muß es für die Erfassung repräsentativer Obligationen als ungeeignet bezeichnet werden, worauf auch in der Diskussion zu dem Vortrage hingewiesen wurde. Es besteht deshalb die Möglichkeit, daß eine Benachteiligung der festverzinslichen Werte vorliegt.

Raynes nimmt nun an, daß 1912 in den gewählten Aktien und Obligationen die gleiche Summe, nähmlich 54,000 Pfd. St., angelegt wurde. Diese Summe wurde so verteilt, daß auf die neuen Unternehmungsgruppen je 6000 Pfd. St. und auf den einzelnen Wert 1000 Pfd. St. entfielen.

Der Vergleich hinsichtlich des Ertrages ergab eine starke Überlegenheit der Aktien: Der Ertrag derselben schwankt zwischen 5,12 % und 7,07 % und beträgt im Durchschnitt 6 %, während er sich bei den Obligationen zwischen 2,93 % (in vier aufeinanderfolgenden Jahren blieb der Ertrag auf diesem Minimum) und 3,95 % bewegt und sich im Durchschnitt auf 3,3 % beläuft.

Ist der Ertrag der Stammaktien, verglichen mit demjenigen der Obligationen, im Ganzen auch höher, so ist das bei den einzelnen Unternehmungsgruppen nicht immer der Fall. Allerdings bildete der höhere Ertrag der Obligationen eine Ausnahmeerscheinung.

Neben dem Ertrage trat in dieser Periode für die Aktien ein erheblicher Kursgewinn ein, der das ursprüngliche Kapital von 54,000 auf 80,000 Pfd. St. im Jahre 1927 steigerte. Bei den Obligationen dagegen ließen Kursverluste das Kapital auf 42,000 Pfd. St. zusammenschmelzen.

Raynes kapitalisierte hierauf die Differenz des Aktien- und Obligationenertrages zu 4% und addierte das Ergebnis dieser Rechnung zu dem im Jahre 1927 auf der Aktienseite stehenden Kapitalwert. Es zeigte sich dann, daß die ursprünglich gleichen, in Aktien und Obligationen angelegten Summen im März 1927 ein Verhältnis von etwa 108 : 43 aufwiesen.

Zur Ergänzung führt nun der Autor dieselben Berechnungen für die Periode vom 31. März 1921 bis 31. März 1927 durch, einen Zeitraum, in welchem die Kurse der Obligationen stiegen. Diese Steigerung war allerdings geringer als diejenige, welche im gleichen Zeitraum bei den Aktien zu konstatieren ist, so daß mit Berücksichtigung des ohnehin höheren Ertrages der letzteren, diese wiederum ein günstigeres Gesamtresultat ergeben. Die dieses Mal in Obligationen und Aktien angelegten 100,000 Pfd. St. wuchsen bei den ersteren auf 121,500 Pfd. St., bei den Dividendenpapieren dagegen auf 172,000 Pfd. St. an.

Stammaktien und Obligationen in der Schweiz.

Nach der Darstellung der Ergebnisse der amerikanischen und englischen Untersuchung, wenden wir uns nun der Hauptaufgabe der vorliegenden Arbeit zu, der Analyse der schweizerischen Verhältnisse auf dem in Frage stehenden Gebiete, der Verhältnisse eines Landes, das vom Weltkriege nur in indirekter Weise berührt worden ist, und das mit seiner alten, hoch-

entwickelten Industrie und seiner starken Bankorganisation ein interessantes Feld bietet.

Da das Ergebnis einer Gegenüberstellung von Aktien und Obligationen sehr stark von den angewandten Methoden abhängt, muß streng gefordert werden, daß dieselben vollständig zur Wiedergabe gelangen, um eine genaue Beurteilung der Resultate zu ermöglichen. Wir werden uns aus diesem Grunde bemühen, im vorstehenden den Gang der Untersuchung von Stufe zu Stufe zu schildern.

Die erste Frage, die wir zu lösen haben, ist die Bestimmung der Länge der Periode, für welche die Berechnungen vorzunehmen sind. Rein prinzipiell ist es wünschenswert, daß die zugrunde gelegte Periode einige abgeschlossene Konjunkturzyklen umfaßt, um eventuelle Sondererscheinungen auf dem Wertpapiermarkte nach Möglichkeit auszuschalten. Mitbestimmend für die Wahl einer längeren Zeitspanne ist in unserem Falle auch der Umstand, daß ein brauchbareres Resultat entsteht, wenn wir die „normalen" Jahre der Vorkriegszeit in die Untersuchung miteinbeziehen.

Aus diesen Gründen entschließen wir uns für einen Zeitraum, der sich ungefähr von der Jahrhundertwende bis zur Gegenwart erstreckt.

Bei der weiteren Aufgabe, der Festlegung des genauen Anfangs- und Endpunktes der Periode, müssen wir uns erst vor Augen halten, welche Wirkung die Wahl dieser Punkte je nach ihrer Lage auf das Resultat ausüben kann. Bekanntlich bewegen sich die Kurse der Obligationen und Aktien in ganz verschiedener Weise[1]. Die Untersuchungen auf diesem Gebiete sind zahlreich, und eine Reihe von „Gesetzmäßigkeiten" sind entdeckt worden, die sich als unhaltbar erwiesen haben. Nach der einfachsten derselben, die von Praktikern und auch nicht selten von Wissenschaftlern vertreten wird, nehmen die Obligationen-Aktienkurse während des Konjunkturzyklus' einen entgegengesetz-

[1] Vergl. die Graphik auf Seite 92.

ten Verlauf; im Aufschwung steigen die Aktienkurse und die Obligationenkurse sinken, während in der Stockung das Entgegengesetzte eintritt, was damit erklärt wird, daß sich das anlagesuchende Publikum je nach den sich verschiebenden Gewinnmöglichkeiten einmal den Dividendenwerten, das andere Mal den festverzinslichen Titeln zuwendet. Da es nicht unsere Aufgabe ist, diesem Thema näher zu treten, beschränken wir uns auf den Hinweis, daß genauere Untersuchungen, vor allem amerikanischer Konjunktur-Theoretiker gezeigt haben, daß ein solcher Verlauf der Kurse wohl oft zu beobachten ist, daß aber häufige Abweichungen eine solche Verallgemeinerung nicht zulassen.

Aus der Tatsache des verschiedenen Verlaufs der Aktien- und Obligationenkurse geht hervor, daß die Festlegung des Anfangs- und des Endpunktes der Periode, je nach ihrer Lage, die eine oder die andere Wertschriftenkategorie begünstigen kann. Wenn wir beispielsweise in einem Zeitpunkt beginnen, in welchem die Aktienkurse höher stehen als am Endpunkt, die Obligationenkurse dagegen tiefer als am Endpunkt, so haben wir damit den Obligationen einen deutlichen Vorteil gegeben. Den Grad einer solchen eventuellen Begünstigung genau zu bestimmen, ist natürlich unmöglich, dagegen erweist es sich als notwendig, die Tatsache einer solchen festzustellen, sofern sie erheblich ist, und bei der Beurteilung des Resultats in Erwägung zu ziehen. In unserer Untersuchung nehmen wir die Wahl des Anfangspunkts und die weitere Unterteilung der Periode nach Maßgabe der Maxima und Minima der Obligationen- und Aktienkurse vor, wodurch eine klare Gliederung und eine gewisse Erleichterung der Beurteilung der Resultate erreicht wird.

Für die Bestimmung dieser Punkte verwenden wir den Aktienindex der Nationalbank und den Kurs der $3\frac{1}{2}\%$ Obligationen der Schweizerischen Bundesbahnen Serie A-K. Diese Anleihe wählen wir zugleich als den Wert, welchen wir bei unserer Berechnung den Aktien gegenüberstellen, da er die Vorzüge einer sicheren Grundlage, der Garantie des Staats und eines breiten Marktes in sich vereinigend, die schweizerische Standardobligation dar-

stellt, die allgemein als der repräsentative Titel der festverzinslichen Wertschriften des Landes anerkannt ist.

Am Anfang dieses Jahrhunderts finden wir einen Höhepunkt der Kurse der S.B.B.-Anleihe, nämlich am 31. Januar 1902 (101,25%), den wir zum Ausgangspunkt unserer Berechnungen wählen.

Die erste Unterbrechung der Periode lassen wir am 31. Dezember 1920, dem Jahresende, welches dem folgenden Minimum des Obligationenkurses am nächsten liegt, eintreten, die zweite Unterbrechung am 29. Dezember 1928, dem Jahresende, welches dem folgenden Höchstpunkt der Aktienkurse[1] am nächsten liegt, während wir die Gesamtperiode mit dem 30. Dezember 1930 abschließen.

Nach der Entscheidung für die Bundesbahnobligation und der Festlegung der Untersuchungsperiode gelangen wir zu der schwierigsten Frage, nämlich der Auswahl der zu verwendenden Aktien: Wir beschränken uns hier von vorneherein auf die Werte der Basler Börse, eine Beschränkung, welche die Untersuchung nicht lokalisiert, da an dieser Börse neben den speziell baslerischen die wichtigeren der übrigen schweizerischen Aktien zur Kotierung gelangen.

Von den am 31. Januar 1902 an der Basler Börse kotierten schweizerischen Aktien müssen zunächst die Eisenbahnpapiere ausgeschieden werden, da damals die Verstaatlichung der Eisenbahnen im Gange war. Es verbleiben dann noch 34 Valoren, aus welchen nun die Auslese zu treffen ist (siehe Tabelle A, in welcher diese Werte aufgeführt sind). Es gibt natürlich eine ganze Reihe von Möglichkeiten, um diese zu bewerkstelligen; einige derselben lernten wir bereits im vorhergehenden Kapitel kennen. Aber nicht jede derselben erweist sich als geeignet, um die erwünschten Ziele zu erreichen: Die zu verwendende Methode der Auslese muß so beschaffen sein, daß mit ihrer Hilfe

[1] Siehe Bulletin der Nationalbank: Index aus 110 verschiedenen Aktien (der nur bis auf 1924 zurückgeht).

gute Valoren erfaßt werden, ohne daß dabei der Vorwurf erhoben werden kann, daß das Resultat, unter Berücksichtigung der uns heute bekannten Entwicklung der Werte während der Periode, absichtlich beeinflußt worden sei, der Vorwurf eines vollkommen wertlosen Verfahrens, welches in England unter der Bezeichnung „jobbing backwards“ bekannt ist. Wir können uns also beispielsweise nicht in die Lage eines damaligen Anlagesuchenden von durchschnittlicher Sachkenntnis versetzen, um die gewünschten Anlagen zu finden, da dann die Grundlagen der Berechnung nicht nachprüfbar wären, ganz abgesehen von den übrigen Schwierigkeiten dieses Weges. Um dem genannten Vorwurfe zu entgehen, müssen wir eine Methode zur Anwendung bringen, welche die Gewähr der völligen Objektivität gibt, eine Methode, welche unter Ausschaltung jeder Willkür die fragliche Anzahl geeigneter Werte gewissermaßen automatisch herausgreift. Wir stellen zu diesem Zwecke eine Anzahl von Forderungen auf, welchen die Aktien zu genügen haben, um für die Untersuchung in Betracht zu kommen. Die verschiedenen Kriterien werden so gewählt, daß, soweit dies mittels solcher starrer Prinzipien möglich ist, die besten und lebensfähigsten Unternehmungen zur Erfassung gelangen. Wir geben nun im folgenden die verschiedenen benützten Kriterien wider, und zwar in einer Reihenfolge, welche nicht die Abstufung nach der Wichtigkeit der einzelnen Punkte zum Ausdruck bringen soll, sondern die lediglich aus Zweckmäßigkeitsgründen beim Erfassen der uns interessierenden Werte aus den in Frage kommenden vierunddreißig Aktien, die in der Tabelle A enthalten sind, gewählt wurde (siehe folgende Seite). In diesem Sinne nennen wir als

1. Kriterium ein Mindestalter der Gesellschaften, da es uns von Belang erscheint, nur die Aktien von solchen Gesellschaften zu berücksichtigen, welche bereits zu jener Zeit einigermaßen Fuß gefaßt haben. Wir setzen deshalb zunächst fest, daß die Anteilscheine aller Unternehmungen, die erst von 1900 an gegründet worden sind, nicht in

Tabelle A.

Name der Unternehmung	Gründungsjahr	Aktienkapital in Mill.	Dividenden				
			1897	1898	1899	1900	1901
			%	%	%	%	%
Banken u. Trustgesellschaften:							
1. Schweizerischer Bankverein .	1871	40	7	7	5	5	6
2. Eidgenössische Bank A.-G. .	1863	25	5½	6	6	6	6
3. Soc. Franco-Suisse p. l'Ind. Electrique	1898	25	—	0	4	0	0
4. Basler Handelsbank . . .	1862	20	5	6	6	5	4
5. Schweiz. Ges. f. elektr. Ind. .	1896	20	7	7	6	4	0
6. Bank in Basel	1844	16	6	6	6	5½	5
7. Banque foncière du Jura . .	1879	8	7	7	7	7	6½
8. Handwerkerbank Basel . .	1860	5	8	8	8	8	8
9. Hypothekenbank in Basel .	1863	5	6,5	6,5	6,8	6,8	6,8
10. Bank für Transportwerte . .	1894	5	7	7	7	7	7
11. Aargauische Kreditanstalt .	1872	5	6	6	6	4	5
12. Berner Handelsbank . . .	1863	5	6	6	6	5½	4
13. Schweiz. Eisenbahnbank . .	1890	5	6	6	6	0	0
14. Bank in Zofingen	1863	2,5	5	5	6	6	6
15. Schweiz. Hypothekenbank .	1889	2	5	5	5	4¾	5
16. Comptoir d'Escompte du Jura	1890	1	4	3	4	3	0
Industrielle Unternehmungen:							
17. Ind.-Gesellschaft für Schappe	1881	12	17½	18½	25	12	5
18. Aluminium-Industrie A.-G. .	1889	8	12	12	13	12½	13
19. Fabr. v. Maggi's Nahrungsmittel	1890	8	8	8	8	8	8
20. Maschinenfabrik Oerlikon .	1876	6	10	10	10	10	10
21. Elektrizitätsgesellsch. Alioth	1895	6	6	6	7	0	0
22. Stickerei Feldmühle . . .	1895	5	10	10	8	12	5
23. Gesellschaft für Bandfabrikation	1899	5	—	—	—	—	0
24. Ges. für Chemische Industrie	1884	3,75	12	12	15	6	8
25. Ges. für Holzstoffbereitung .	1870	2,5	8	8	8	12	12
26. A.-G. Alb. Buß & Cie. . . .	1900	2,5	—	—	—	—	10
27. Salmenbräu Rheinfelden . .	1901	2	—	—	—	—	6
28. Ges. für Malzfabrikation . .	1890	1,6	5	5	7	7	6
29. Aktienbrauerei Basel . . .	1883	1,5	7	7	7	7	7
30. Brauerei zum Cardinal . .	1889	1,5	7	7	7	7	6
31. Schappe und Cord.-Spinnerei Ryhiner	1889	1,2	—	7	9	7	0
32. Hotel Gurnigel	1889	1,1	—	0	3	3	3
33. Aktienmühle Basel u. Augst	1894	1,0	—	6	4	0	3
34. Conservenfabrik Lenzburg .	1898	1,0	—	8	8	6	0

die Untersuchung einbezogen werden. In der Tabelle A fallen also Nr. 26 und Nr. 27 weg.

2. Als weiteres wichtiges Kriterium haben wir die Festsetzung eines Mindestertrages angesehen und deshalb diejenigen Gesellschaften, die im Jahre 1901 keine Dividende zur Verteilung brachten, ausgeschieden, in der Tabelle A also die Nrn. 3, 5, 13, 16, 21, 23, 31 und 34.
3. stellen wir die Forderung eines Mindestaktienkapitals auf. Hier sind jedoch die Bank- und Trustgesellschaften einerseits und die industriellen Unternehmungen andererseits verschieden zu behandeln, um die wünschenswerte, einigermaßen gleichmäßige Verteilung des Kapitals zu erreichen; denn wie uns die Tabelle A zeigt, sind die im Aktienkapital enthaltenen Summen bei der ersten Gruppe durchschnittlich wesentlich höher, so daß die Festsetzung eines gleich hohen Mindestaktienkapitals für beide Gruppen zur Folge haben würde, daß eine Überzahl von Banken und Trustgesellschaften zustande käme. Wenn wir die Summen der Aktienkapitalien der Banken und Trustgesellschaften mit derjenigen der industriellen Unternehmungen vergleichen, so ergibt sich ein Verhältnis von ungefähr 5 zu 1,5. Aus diesem Grunde bestimmen wir, daß bei der ersten Gruppe die Aktien aller Unternehmungen wegfallen, deren Aktienkapital fünf Millionen und darunter beträgt und bei der anderen Gruppe die Aktien aller Unternehmungen, deren Aktienkapital sich nur auf 1,5 Millionen und darunter beläuft. Damit scheiden weiterhin die Nrn. 8—12, 14, 15, 29, 30, 32 und 33 aus.
4. Schließlich beschränken wir uns lediglich auf Stammaktien, und zwar weil die Prioritätsaktien einen obligationenähnlichen Charakter tragen, der sich in der Kursgestaltung deutlich zeigt. Die Gesellschaft Nr. 25, von welcher nur die Prioritätsaktien zur Kotierung an der Basler Börse gelangten, muß demnach gestrichen werden.

Aus besonderen Gründen kommen noch zwei weitere Gesell-

schaften in Wegfall, nämlich Nr. 6, da dieselbe als Noteninstitut nach unseren heutigen Anschauungen kein reines Erwerbsunternehmen darstellt, sondern auch andere Zwecke im Dienste der Volkswirtschaft zu verfolgen hat, und Nr. 22, weil sich die Aktien dieses Unternehmens nur in wenigen Händen, vornehmlich der eigentlichen Vorbesitzer desselben, befanden.

Da nun keine weitere Reduzierung der Liste zu erfolgen hat, sind also die für die Untersuchung definitiv bestimmten Aktien die folgenden:

Vier Bankaktien: Nr. 1, 2, 4, 7;
Sechs Industrieaktien: Nr. 17, 18, 19, 20, 24, 28.

Es handelt sich nun im weiteren darum, hinsichtlich Kapital und Ertrag die Obligationen der Bundesbahnen diesen Aktien in der Periode vom 31. Januar 1902 bis 30. Dezember 1930 und in den verschiedenen Abschnitten derselben gegenüberzustellen. Wir nehmen zu diesem Zwecke an, daß jedesmal ein Kapital in der Höhe von einer Million Franken zur Anlage kommt. Hierbei gehen wir nicht von einer bestimmten Stückzahl von Obligationen und Aktien aus, sondern wir bestimmen den jeweiligen Betrag des Kapitals proportional dem Kurs der S.B.B.-Obligation und bei den Aktien proportional der Summe der Kurse.

Wir setzen zunächst die Summe der Aktienkurse, die am 31. Januar 1902 notiert wurden, gleich einer Million und bestimmen von dieser Basis aus den jeweiligen Stand dieses Kapitals in den gewählten weiteren Zeitpunkten. Es entsteht auf diese Weise ein aus wenigen Gliedern bestehender Index. Um die Verteilung des Kapitals auf die verschiedenen Werte gleichmäßiger zu gestalten, rechnen wir für den Index sämtliche Kurse auf einen einheitlichen Nominalwert von 1000 Franken um, d. h. den Kurs einer Aktie, deren Nominalwert 500 Franken beträgt, multiplizieren wir mit zwei, beträgt er 1000, multiplizieren wir mit eins usw.

Der Index gestaltet sich demnach im Anfangspunkt der Periode folgendermaßen:

Aktie	Kurs vom 31. Januar 1902[1]	Nominalwert	Stück	Auf einen Nominalwert von Fr. 1000.— umgerechnet ca. %
Nr. 1	672	500	2	1344 = 9,0
„ 2	628	500	2	1256 = 8,4
„ 4	540	500	2	1080 = 7,2
„ 7	644	500	2	1288 = 8,6
„ 17	2725	1000	1	2725 = 18,3
„ 18	1555	1000	1	1555 = 10,5
„ 19	7000	5000	1/5	1540 = 10,3
„ 20	1430	1000	1	1430 = 9,6
„ 24	1700	1000	1	1700 = 11,4
„ 28	500	500	2	1000 = 6,7
				14,918 = 1 Mill.

[1] oder der Kurs, der zuletzt vor, oder zuerst nach diesem Datum notiert wurde.

Auf Grund dieser Verteilung des Kapitals können wir nun den Schlüssel für die Berechnung der Erträgnisse der Aktien ausarbeiten. In der Tabelle B ist dieser Schlüssel dargestellt worden. Er enthält die Dividenden und sämtliche übrigen Eingänge, die nicht Kursgewinne sind, und zwar auf die Einheit von 1000 Franken als Nominalwert berechnet (Br: Bezugsrecht, G: Gratisaktien, Bo: Bonus, Ge: Genußschein, die Dividenden haben keine besondere Bezeichnung). Um aus diesem Schlüssel den Ertrag, der zehn Aktien irgendeines bestimmten Jahres zu erhalten, muß man die Summe der Schlüsselerträgnisse des betreffenden Jahres mit der Stückzahl einer Aktie à 1000 Fr. multiplizieren, welche von der Höhe des angelegten Kapitals und dem Stand des Index zur Zeit der fiktiven Anlage abhängt. In der untersten Rubrik der Tabelle B ist der Ertrag der am 31. Januar 1902 angelegten Million in jedem Jahre der Gesamtperiode und zugleich in Prozenten angegeben.

Die Berücksichtigung der Bezugsrechte geschah, indem wir annahmen, daß sie jeweils zum ersten Kurs, zu dem sie an der Börse in den Handel traten, verkauft wurden. In den wenigen

Tabelle B.

	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911
Nr. 1	60	60	60	70 Br 8,1	80	80	80	80	80 Br 14	80
Nr. 2	60	60	60	60	65 Br 10	70	70	70	70	70 Br 6
Nr. 4	40	40	40	40	45	55	60	60	60	60
Nr. 7	65	65	60	60	65	70	70	70	75	75
Nr. 17	50	100	50	—	150	200	200	235	250	275
Nr. 18	R 21,75 65	R 25,3 75	R 25,25 80	R 25,25 90 Br 320	R 28,8 110	R 29,65 130	R 23,65 100	R 21,1 90	R 22,55 60	R 23,5 70
Nr. 19	80	90	90	90 Br 200	90	100 Br 173	100	100	100	100
Nr. 20	100 Br 40	—	—	—	—	40	40	40	40	40
Nr. 24	80	120	120	120	120 Br 70	100	110	110	140	140 Br 50
Nr. 28	60	60	60	60	60	60	60	60	70	70
Div. + R	681,75	695,3	645,25	615,25	813,8	934,65	913,65	936,1	967,55	993,5
Br, Bo, E, G, Ge . .	40,0	—	—	528,1	80,0	173,0	—	—	14,0	56,0
Summe	721,75	695,3	645,25	1,143,35	893,8	1,107,65	913,65	936,1	981,55	1,049,5
Ertrag auf 1 Mill. .	48,381,15	46,608,12	43,253,11	76,642,31	59,914,19	74,249,23	61,244,80	62,749,7	65,796,35	70,351,25
in %	4,84	4,66	4,33	7,67	5,99	7,42	6,12	6,28	6,58	7,04

(Tabelle B. Forts.)

	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
Nr. 1	80	80	80	60	60	80	80	80 Br 56	90 Br 6	90
Nr. 2	70	70	70	70	70	70 Br 6	75 Br 2,5	80	80	80
Nr. 4	70 Br 1,8	70	70	70	70 Br 10	70	80 Br 4	80	80	60
Nr. 7	75	75 Br 4	80	70	60	60	60	50	—	—
Nr. 17	250	250	250	—	100	250	250 Br 650	250	200 Br 160	80
Nr. 18	R 26 70	R 29,05 100	E+R123 100 Br 90	R 22 120	E+R164,1 120	E+R254,25 150	200 Br 605	200	180	160
Nr. 19	100	100 Br 154	100	100	100	100	100	100	80	80
Nr. 20	50	70	60	60	70	70 Br 104	70	80	100	80
Nr. 24	100	100	60	160	240	Bo 250 250	125 Br 752	275 Br 450	150 Br 620	150
Nr. 28	80 Br 0,50	60	50	70	80	80	100	100	70	80
Div. + R	971,0	1,004,5	943,0	802,0	984,1	1,184,25	1,140,0	1,295,0	1,030,0	860,0
Br, Bo, E, G, Ge . .	2,30	158,0	190,0	—	160,0	610,0	2,013,05	506,0	786,0	—
Summe	973,3	1,162,5	1,133,0	802,0	1,144,1	1,794,25	3,153,50	1,801,0	1,816,0	860,0
Ertrag auf 1 Mill. .	65,243,33	77,925,99	75,948,51	53,760,56	76,692,58	120,274,16	211,388,92	120,726,63	121,732,13	57,648,48
in %	6,52	7,79	7,59	5,38	7,67	12,03	21,14	12,73	12,17	5,76

(Tabelle B. Forts.)

	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
Nr. 1	90	80	80	80	80	80 Br 64	80	80 Br 56	80
Nr. 2	80	80	80	80	80	80 Br 90	80	80 Br 120	80
Nr. 4	60	60	60	60	70 Br 13	70	80 Br 76	80	80
Nr. 7	—	—	—	—	—	—	41,2	41,2	61,85
Nr. 17	80	150	250	250	250	200	225	250	175
Nr. 18	80	90	120	150 Br 385	150	150 Bo 100	150	150 Br 170	150
Nr. 19	60	60	60	80	100	100 Br 166	103	103 Ge 333,33	100
Nr. 20	80	80	80	80	80 Br 287	80	80	80	80
Nr. 24	70	120	150	150	150	150	150	170	170
Nr. 28	100	50	—	—	—	—	—	—	—
Div. + R . . . Br, Bo, E, G, Ge	700,0 —	770,0 —	880,0 —	930,0 385,0	960,0 300,0	910,0 420,0	986,2 76,0	1034,2 679,33	976,85 —
Summe . . . Ertrag auf 1 Mill. in %	700,0 46,923,18 4,69	770,0 51,615,5 5,16	880,0 58,989,14 5,9	1,315,0 88,148,54 8,81	1,260,0 84,461,72 8,45	1,330,0 89,154,04 8,91	1,062,2 71,202,57 7,12	1,713,53 114,863,25 11,49	976,85 65,481,29 6,55

Fällen, in welchen dieser Kurs nicht zu erhalten war, wurde der theoretische Wert des Bezugsrechts eingesetzt oder eine andere möglichst angenäherte Zahl. In der gleichen Weise wurde auch bei Verteilung von Gratisaktien vorgegangen.

Es sind nun noch einige besondere Erläuterungen zu einzelnen Werten zu geben.

Die Aktie Nr. 18 war bis zum Jahre 1914 nur zu 50% einbezahlt. Für die Zwecke unserer Berechnung nahmen wir an, daß der nicht einbezahlte Teil im Hinblick auf die später eventuell erfolgende Einbezahlung aufbehalten und zu einem Zinsfuß, der jeweils um 1 % höher war als der Diskontsatz der Nationalbank, verzinst wurde (R in der Tab. B). Später hat dann aber die Gesellschaft selbst die Einbezahlung etappenweise aus ihren Reserven vorgenommen (am 21. April 1914: 10%, am 6. Mai 1916: 15% und schließlich am 21. April 1917: 25%), so daß diese für den Aktionär aufgebrachten Beträge als eine Art Bonus (E) in die Tabelle B aufgenommen werden konnten.

Die Gesellschaft Nr. 19 gab im April des Jahres 1929 4800 Genußscheine an die Aktionäre gratis aus. Da diese Genußscheine die gleiche Dividendenberechtigung wie die Aktien besitzen, wurde ihr Wert durch eine Kapitalisierung zu 6% aus dem Ertrag der Jahre 1929 und 1930 berücksichtigt.

Die Tabelle C zeigt den Kurs der S. B. B.-Anleihe und die Summe der Aktienkurse in den verschiedenen Zeitpunkten, durch welche die der Untersuchung unterworfene Periode eingeteilt worden ist. Was die Aktienkurse im allgemeinen betrifft, so haben wir in denjenigen Fällen, in welchen an der Basler Börse keine Kurse notiert wurden, dieselben durch die entsprechenden Kurse der Zürcher Börse ersetzt.

Zu den einzelnen Werten ist hier zu erwähnen:

Die Aktien Nr. 20, welche auf 1000 Fr. lauteten, sind noch im November des Jahres 1902 gegen Aktien zu 500 Fr. umgetauscht worden, so daß von da ab in unserem Index zwei Aktien dieses Unternehmens figurieren.

Tabelle C

		Am 31. Jan. 1902		Am 31. Dez. 1920		Am 29. Dez. 1928		Am 30. Dez. 1930	
Kurse der S. B. B.-Anleihe Serie A—K		101,25		56,75		88,8		94,25	
	Nominalwert	Kurs am 31. Januar 1902[1]	Auf einheitlichem Nom.-Wert = 1000	Kurs am 31. Dezember 1920[1]	Auf einheitlichem Nom.-Wert = 1000	Kurs am 29. Dezember 1928[1]	Auf einheitlichem Nom.-Wert = 1000	Kurs am 30. Dezember 1930[1]	Auf einheitlichem Nom.-Wert = 1000
Nr. 1	500	672	1344	516	1032	860	1720	830	1660
Nr. 2	500	628	1256	500	1000	835	1670	735	1470
Nr. 4	500	540	1080	320	640	790	1580	716	1432
Nr. 7	500	644	1288	70 B 40 G	140 80	180	360	460 70	92 140
Nr. 17	1000	2725	2725	1250	1250	4480	4480	2000	2000
Nr. 18	1000	1555	1555	1250	1250	3770	3770	2380	2380
Nr. 19[2]	5000	7700	1540	4000	800	17800	3560	17000	3400
Nr. 20[2]	(1000) 500	1430	1430	480	960	810	1620	670	1340
Nr. 24	1000	1700	1700	1440	1440	3570	3570	2600	2600
Nr. 28	500	500	1000	500	1000	50	100	—	—
Summe			14918		9452 9512		22430		16514

[1] oder Kurs, der zuletzt vor oder zuerst nach diesem Datum zur Feststellung kam.
[2] Kursblatt der Zürcher Börse.

Die Gesellschaft Nr. 7 reduzierte im Jahre 1925 ihr Aktienkapital von 10 Millionen Fr. auf eine Million, der Nominalwert der Aktien wurde also von 500 auf 50 Fr. herabgesetzt. Die Aktie wurde von diesem Zeitpunkt an nicht mehr an der Börse kotiert. Als Ersatz für den großen Verlust wurde den Aktionären 1928 pro Aktie ein Verpflichtungsschein einer Treuhand- und Verwertungsgesellschaft angeboten, der als selbständiger Titel zur Ausgabe gelangte und auf Aktiven beruhte, welche die genannte Gesellschaft, Nr. 7, übernommen hat[1]. Den Wert dieses Verpflichtungsscheins wie der nichtkotierten Aktie haben wir, so genau es uns möglich war, in der Berechnung berücksichtigt. Im März 1930 erfolgte dann die Neugestaltung der Gesellschaft, wobei das Aktienkapital von einer Million auf drei Millionen erhöht wurde. Die alten Aktien zu 50 Fr. wurden durch Zusammenlegung in solche zu 500 Fr. umgewandelt und wieder an der Börse kotiert.

Eine weitere Kapitaleinbuße trat dadurch ein, daß das gesamte Aktienkapital der Gesellschaft Nr. 28 verlorenging. Im Januar 1928 erfolgte eine Abschreibung des Aktienkapitals von ursprünglich zwei Millionen auf 800,000 Fr., während der früher 500 Fr. betragende Nominalwert der Aktie auf 200 Fr. reduziert wurde. Anfangs Dezember 1929 wurde eine weitere Abschreibung des Aktienkapitals auf 4000 Fr. vorgenommen, welches man in Aktien zu 1.— Fr. einteilte, die an der Börse nicht mehr zur Kotierung kamen. Am 16. Dezember desselben Jahres wurde jedoch dann die Liquidation der Gesellschaft beschlossen.

Die Resultate der Berechnungen sind im folgenden zunächst in absoluter Höhe dargestellt[2]. In der Tabelle D sind dieselben als Durchschnittsergebnisse pro Jahr des betreffenden Zeitabschnittes umgerechnet und in Prozenten des Kapitals ausgedrückt worden.

---

[1] Siehe hierzu Neue Zürcher Zeitung vom 24. April 1928, Nr. 748.

[2] Es sei hier bemerkt, daß wir die geringen Abzüge, die durch die Besteuerung entstehen würden, nicht berücksichtigt haben.

1. 31. Januar 1902 bis 30. Dezember 1930.

a) S.B.B.-Anleihe.

Kapitalverlust .	Fr.	69,136	
Rendite 3,457%			
Ertrag . . .	„	999,588	Summe: Fr. 930,452

b) Aktien.

Kapitalgewinn .	Fr.	106,984	
Ertrag . . .	„	2,261,371	„ „ 2,368,355
Differenz zugunsten der Aktien			Fr. 1,437,903

2. 31. Januar 1902 bis 29. Dezember 1928.

a) S.B.B.-Anleihe.

Kapitalverlust .	Fr.	122,963	
Rendite 3,457%			
Ertrag . . .	„	930,451	Summe: Fr. 807,488

b) Aktien.

Kapitalgewinn .	Fr.	503,553	
Ertrag . . .	„	2,081,026	„ „ 2,584,579
Differenz zugunsten der Aktien			Fr. 1,777,091

3. 31. Januar 1902 bis 31. Dezember 1920.

a) S.B.B.-Anleihe.

Kapitalverlust .	Fr.	441,975	
Rendite 3,457%			
Ertrag . . .	„	653,909	Summe: Fr. 211,934

b) Aktien.

Kapitalverlust .	Fr.	366,403	
Ertrag . . .	„	1,532,883	„ „ 1,166,480
Differenz zugunsten der Aktien			Fr. 954,546

4. 31. Dezember 1920 bis 30. Dezember 1930.

a) S.B.B.-Anleihe.

Kapitalgewinn.	Fr.	660,793	
Rendite 6,167%			
Ertrag . . .	„	616,740	Summe: Fr. 1,277,533

b) Aktien.

Kapitalgewinn.	Fr.	747,143	
Ertrag . . .	„	1,149,764	„ „ 1,896,907
Differenz zugunsten der Aktien			Fr. 619,374

5. 31. Dezember 1920 bis 29. Dezember 1928.

a) S.B.B.-Anleihe.

Kapitalgewinn.	Fr.	564,761	
Rendite 6,167%			
Ertrag . . .	„	493,392	Summe: Fr. 1,058,153

b) Aktien.

Kapitalgewinn.	Fr.	1,358,064	
Ertrag . . .	„	865,129	„ „ 2,223,193
Differenz zugunsten der Aktien			Fr. 1,165,040

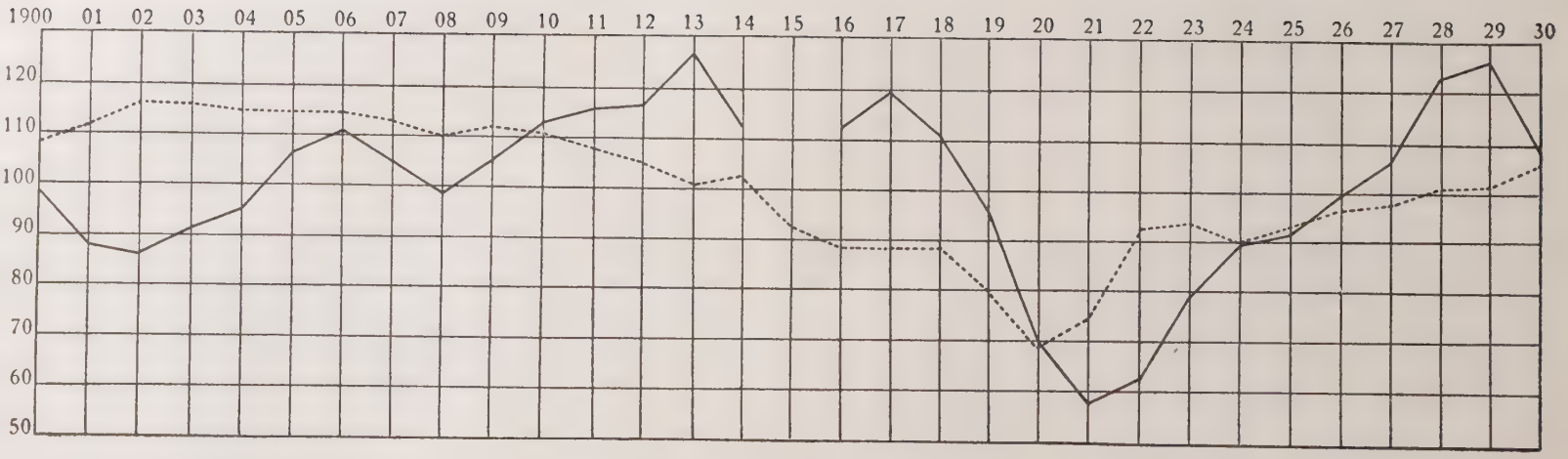
Die erste Berechnung umfaßt die Gesamtperiode vom 31. Januar 1902 bis 30. Dezember 1930. Den Anfangspunkt bildete die Maximalhöhe des Obligationenkurses, die um diese Zeit und in diesem Jahrhundert überhaupt erreicht worden ist. Die Aktienkurse dagegen zeigen nach unserem Index[1] (siehe die graphische Darstellung auf der übernächsten Seite) im Jahre 1902

[1] Es handelt sich hier um einen Index, der die Bewegung der Kurse nur approximativ darstellt, da bei seiner Berechnung der Durchschnitt zwischen dem jährlichen Höchst- und Tiefstkurs der einzelnen Werte verwendet wurde. Die Werte sind dieselben, welche der Untersuchung zugrunde gelegt wurden.

Tabelle D.

Die Ergebnisse im Jahresdurchschnitt (in % ausgedrückt).

	Obligationen			Aktien			Mehrergebnis der	
	Kapitalzunahme bzw. -abnahme	Ertrag	Summe	Kapitalzunahme bzw. -abnahme	Ertrag	Summe	Obligationen	Aktien
1. 31. Jan. 1902 bis 30. Dez. 1930 . .	—0,24	3,46	3,22	0,38	8,1	8,48	—	5,26
2. 31. Jan. 1902 bis 29. Dez. 1928 . .	—0,46	3,46	3,00	1,94	8,04	9,98	—	6,98
3. 31. Jan. 1902 bis 31. Dez. 1920 . .	—2,34	3,46	1,12	—1,94	8,11	6,17	—	5,05
4. 31. Dez. 1920 bis 30. Dez. 1930 . .	6,61	6,17	12,78	7,47	11,5	18,97	—	6,19
5. 31. Dez. 1920 bis 29. Dez. 1928 . .	7,06	6,17	13,23	14,48	10,81	27,79	—	14,56



——— Aktien ------ S. B. B.-Anleihe

Durchschnitt 1900—31 = 100

den Tiefpunkt, zu dem sie unter dem Einfluß, der um die Jahrhundertwende eingetretenen Krise gelangten. Im Endpunkt der Periode steht die S. B. B.-Obligation wahrscheinlich dicht vor einem neuen Maximum, während die Aktien, ihren Höchstpunkt am Ende des Jahres 1928 verlassend, schon ein nicht unbeträchtliches Stück auf der abwärts gerichteten Linie zurückgelegt haben. Aus dem Gesagten ergibt sich, daß hinsichtlich der Kurse den Aktien ein gewisser Vorteil gegeben ist, der bei der Beurteilung des Resultats zu berücksichtigen ist. Die Ziffern auf Seite 89 ff. zeigen uns jedoch in aller Deutlichkeit, daß nicht die Kursgestaltung, sondern der Ertrag den entscheidenden Ausschlag zugunsten der Aktien gibt. Wenn wir den Kapitalgewinn der Aktien vollständig außer acht lassen, so steht dem Ertrag der Obligationen eine weit über das Doppelte desselben betragende Summe bei den Aktien gegenüber.

In der nächsten Berechnung ließen wir die Periode mit dem 29. Dezember 1928 schließen, mit dem Jahresende, das dem Höchstpunkt der Aktien am nächsten lag. Hier mußte sich natürlicherweise der Kapitalverlust der Obligationen und der Gewinn bei den Aktien steigern.

In der dritten Berechnung, welche den Zeitraum vom 31. Januar 1902 bis 31. Dezember 1920, also bis zum Minimum des Obligationenkurses umfaßt, stehen die Aktien hinsichtlich des Kapitals erklärlicherweise günstiger da, weil wir in einem Höchstpunkt der Obligationen begannen, der für die Aktien einen Tiefpunkt darstellt, und die Berechnung abbrechen, bevor sie den nächsten erreichen. Aber auch hier liegt das Hauptgewicht auf der Ertragsdifferenz.

Als vierter Abschnitt wurden die Jahre 1921—1930 gewählt. Wir beginnen dieses Mal in einem Punkte, in welchem der Obligationenkurs in einem Minimum steht, der Aktienindex dagegen das seinige noch nicht erreicht hat, und schliessen, wenn der Obligationenkurs sich nahe vor seinem voraussichtlich nächsten Maximum befindet und der Aktienindex gegenüber seinem Höchstpunkt Ende 1928 schon beträchtliche Verluste erlitten hat.

Hier liegen also die Vorteile zugunsten der S. B. B.-Anleihe. Ferner ist zu beachten, daß diese Zeitspanne ziemlich kurz ist, so daß der überlegene Ertrag der Aktien im Gesamtresultat nicht so voll zur Geltung kommen kann, wie in der ersten und zweiten Berechnung. Das Mehrergebnis liegt zwar auch hier auf seiten der Aktien.

Die letzte Berechnung fiel natürlich in stärkerem Maße zugunsten der Aktien aus, da wir vom Tiefpunkt der Obligationen ausgehend, mit dem Jahresende schlossen, welches dem Höchstpunkt der Aktienkurse am nächsten lag, nämlich mit dem 29. Dezember 1928. In dieser kurzen Zeitspanne kam der Kursgewinn prozentual mehr zur Geltung als sonst.

Wir entnehmen unseren Berechnungen, daß der entscheidende Faktor bei dem Vergleich zwischen den Aktien und Obligationen in dem bedeutend höheren Ertrag der ersteren liegt. Dieser überlegene Ertrag kommt bei längerer Anlagedauer zur vollen Geltung und kann nur unter Voraussetzung einer solchen eventuelle Kursverluste und Kapitalverluste einholen bzw. überholen [1]. Hinsichtlich des Ertrages spielt natürlich der Kursstand zur Zeit der Anlage eine wesentliche Rolle, da der Ertrag sich reziprok zu demselben verhält. Der Anfangskursstand in den Berechnungen

[1] In einer kurzen Zeitspanne mit starkem Kursvorteil der Obligationen muß sich das Blatt zum Nachteil der Aktien wenden. Als Beispiel hierzu prüfen wir die zwei Jahre 1929 und 1930. Zu Ende des Jahres 1928 erreichte der Aktienindex seinen Höhepunkt, von wo ab eine starke Senkung desselben eintrat, während die S.B.B.-Anleihe eine Kurssteigerung erfuhr. Das Ergebnis ist hier das folgende:

29. Dezember 1928 bis 30. Dezember 1930

		pro Jahr		
S.B.B.-ANLEIHE				
Kapitalgewinn:	Fr. 61,374 =	3,1 %		
Rendite: 3,941%				
Ertrag . . .	Fr. 78,829 =	3,9 %	Summe: Fr.	140,203 = 7,0 %
AKTIEN				
Kapitalverlust:	Fr. 263,426 =	13,2 %		
Ertrag . . .	Fr. 119,991 =	6,0 %	Summe: Fr.	*—143,435 = 7,3 %*
Differenz zugunsten der S.B.B.-Anleihe . . .			Fr.	*283,638 = 14,3 %*

1, 2 und 3 hat die S. B. B.-Anleihe bezüglich der Rentabilität insofern benachteiligt, als er für diese maximal und für die Aktien minimal war. Umgekehrt waren die Obligationen in den Berechnungen 4 und 5 im Vorteil, da in einem Minimum ihres Kurses angesetzt wurde.

Zu den Resultaten ist fernerhin zu bemerken, daß sie für die Aktien noch wesentlich günstiger hätten ausfallen können, wenn nicht an der Starrheit der Methode festgehalten worden wäre [1]. Zunächst, was die Auswahl der Aktien betrifft, so würde ein kluger Anleger selbstverständlich nie in der hier angewendeten Art und Weise verfahren haben. Er würde, die Lebensfähigkeit und die Chancen der verschiedenen Werte mit Sachverständnis einschätzend, wahrscheinlich weit geeignetere Werte ausgesucht haben, als es unserer maschinenartig greifenden Methode möglich war. Es ist zwar demgegenüber in Erwägung zu ziehen, daß infolge der nicht sehr großen Zahl der Werte unseres Index der Zufall eine besonders vorteilhafte Zusammenstellung bewirkt haben kann. Ein Blick auf die Entwicklung der einzelnen Werte läßt es jedoch nicht als wahrscheinlich erscheinen, daß der Zufall den Aktien über Gebühr Vorschub geleistet hätte. Es sind immerhin einige Unternehmungen mit einbezogen worden, welche jahrelang keine Dividende auszuzahlen imstande waren, wie die Gesellschaften Nr. 20, Nr. 7, Nr. 28, von welchen überdies die zweite eine starke Kapitalabschreibung vornehmen mußte, während die letzte sogar ihr Aktienkapital völlig einbüßte. Die Gesamtzahl der dividendenlosen Jahre ist nicht unbeträchtlich: von den 280 Jahren blieben 20 ohne Ertrag, also etwas über 7 % aller Jahre der Gesamtperiode.

Außer der Auslese der Werte und abgesehen von den Mög-

[1] Wir möchten hier auf eine in diesem Zusammenhang interessante Untersuchung verweisen, die im Economist (March 21, 1931, S. 620 und March 28, S. 683) publiziert wurde und welche zeigt, daß die nach ähnlichen starren Prinzipien aufgebauten Fixed Trusts auf die Dauer schlechtere Ergebnisse zeitigen als die übrigen Investment Trusts, deren mobile Anlagepolitik es ermöglicht, höhere Gewinne zu machen.

lichkeiten, die beim Verkaufe denkbar sind, ist noch das Verhalten während der Periode in Betracht zu ziehen.

Wir haben die Werte, die wir am Anfang auswählten, die ganze Periode hindurch unverändert beibehalten. Wenn wir in bestimmten Zeitabständen unsere Auslesemethode wieder zur Anwendung gebracht hätten, würde ein Wechsel der Aktien eingetreten sein, der wahrscheinlich das Ergebnis für diese verbessert hätte. Diese Möglichkeit beruht darauf, daß sich der Aktienmarkt stark ausgeweitet hat: Ende 1930 waren an der Basler Börse 66 schweizerische Aktien kotiert, gegenüber vierunddreißig zu Beginn des Jahres 1902 (mit Ausschluß der Eisenbahn- und Versicherungsaktien). Ein wirklicher Anlagesuchender hätte durch einen geeigneten Wechsel der Werte (ohne in Spekulation zu verfallen) natürlich noch weit mehr erreichen können.

Wir möchten der Vollständigkeit halber noch darauf verweisen, daß die (umstrittene) Tatsache der sogenannten „langen Wellen" eventuell von Einfluß auf Ergebnisse der vorliegenden Art sein kann. Diese „langen Wellen" stellen Auf- und Niederbewegungen dar, welche mehrere der Konjunkturzyklen umfassen. Wenn wir z. B. die Zinsfußbewegung ins Auge fassen, so können wir in der Schweiz, wie in anderen Ländern, ein Sinken des Zinsfußes von den sechziger Jahren ungefähr bis in die neunziger Jahre feststellen und von da an wieder ein Ansteigen, welches bis nach dem Kriege anhält. Ob in den Nachkriegsjahren eine Richtungsänderung eingetreten ist, ist vielleicht anzunehmen, aber noch nicht eindeutig zu beurteilen. Wir sehen also, daß die unserer Untersuchung unterworfene Zeitspanne vornehmlich in eine Periode steigenden Zinsfußes gefallen ist, ein Faktor, der die Aktien begünstigen kann. Wir glauben jedoch, indem wir uns auf die oben beschriebenen Ergebnisse von Smith, der auch in der Periode steigender Kaufkraft des Dollars eine Ueberlegenheit der Aktien konstatierte, stützen, annehmen zu dürfen, daß die Erscheinung der „langen Wellen" für unser Ergebnis nicht unbedingt von entscheidender Bedeutung sein muß.

Aus den vorliegenden Ergebnissen irgendwelche Schlüsse für

die Anlagepraxis zu ziehen, auf Grund derselben Ratschläge für die Zukunft zu erteilen, ist nicht der Zweck dieser Abhandlung. Es handelte sich hier lediglich um eine Prüfung der Verhältnisse, wie sie in dem in Frage stehenden Zeitabschnitt bestanden. Wir stellen lediglich fest, daß in dieser Periode die Aktien als Dauer-anlage, verglichen mit den Obligationen, eine bedeutende Überlegenheit zeigen — eine Überlegenheit, die offenbar darauf zurückzuführen ist, daß das Risiko der Aktienanlage marktmäßig zu hoch eingeschätzt wurde. Es ist interessant zu sehen, daß auch in der Schweiz, einem Lande, in welchem die Ablehnung der Aktien für die Anlagezwecke der Versicherungsgesellschaften scharf betont worden ist, sich diese während eines großen Zeitraumes als durchaus verwendbar erwiesen haben. Es ist nach unseren Resultaten anzunehmen, daß eine Versicherungsgesellschaft bei einer einigermaßen guten Auswahl und einer den Risikenausgleich ermöglichenden Verteilung des Kapitals auf die verschiedenen Unternehmungsgruppen ein ausgezeichnetes Ergebnis hätte erzielen können. Daraus soll aber hier nicht gefolgert werden, daß dies auch außerhalb der zugrunde gelegten Periode so sein muß, vielmehr halten wir es mit Rücksicht auf den ununterbrochenen Wandel des strukturellen Aufbaus der wirtschaftlichen Grundlagen für gewagt, bestimmte Extrapolationen vorzunehmen und mehr als bloße Vermutungen auf die Ergebnisse der Vergangenheit zu stützen.

Literaturverzeichnis.

(Abkürzung: Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. = Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft.)

Bericht der in der Generalversammlung vom 30. Sept. 1929 gewählten Revisionskommission der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-Aktiengesellschaft.

BOSS, E.: Die Kapitalanlagen der schweizerischen Unfall- und Sachversicherungsgesellschaften. Bern 1926.

BROEKER, H.: Kriegsanleiheversicherung, Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. 19. Bd., 1919, S. 3 ff.

— Die gegenwärtigen Kapitalanlagen der Versicherungsgesellschaften. Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. Bd. 22, 1922, S. 1 ff.

DAVID, W.: Wandlungen in den Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherungsunternehmungen seit Ausbruch des Weltkrieges, Berlin 1927.

DOUGLAS, C. M.: The Statistical Groundwork of Investment Policy. Transactions of the Faculty of Actuaries (in Scotland), Nr. 112, 1929.

DUMAS, S.: La surveillance des sociétés d'assurances par la Confédération. Politisches Jahrbuch der schweizerischen Eidgenossenschaft. 1912.

DYMOWSKI, T.: Die Kapitalverhältnisse der schweizerischen Versicherungsgesellschaften, Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich. Zürich 1917.

GAUTHIER, M.: La Dépréciation monétaire. VIII. Internationaler Kongreß für Versicherungswissenschaft. London 1927.

HILBERT, H.: Die Kapitalanlagen der deutschen Privatversicherungsgesellschaften und ihre Bedeutung für den Geld- und Kapitalmarkt. Eine banktechnische Studie. Jena 1908.

KEYNES, J. M.: Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherungsgesellschaften nach englischer Auffassung. Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. 1927, Bd. 27, S. 32 ff.

KUHN, G.: Die Kapitalanlagen in der Lebensversicherung mit besonderer Berücksichtigung schweizerischer Verhältnisse. Diss., Weinfelden 1927.

LINDEBOM, K.: Wohnungsfrage, Hypotheken und Privatversicherung. Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss., 1920, Bd. 20, S. 19.

MANES, A.: Amerikanische Versicherungsentwicklung. Der deutsche Volkswirt, 1. Jahrg., Heft Nr. 34.
— Amerikanische Versicherung, Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. 1928.
— Versicherungswesen. 4. Auflage. Leipzig 1924.
— Versicherungslexikon. 2. Auflage. Berlin 1924 (S. 1308 ff., 816 ff. und 149 ff.).

MEYER, F.: Die Kapitalanlagen europäischer und amerikanischer Lebensversicherungsgesellschaften und deren Wandlungen in den letzten Jahrzehnten mit besonderer Berücksichtigung der deutschen Verhältnisse. Leipzig 1930.

MORELL-GERKRATH: Kapitalanlagen der Versicherungsgesellschaften in Deutschland mit besonderer Berücksichtigung der modernen Entwicklung. VI. Internationaler Kongreß für Vers.-Wiss. 1909, Wien, S. 141 ff.

MUELLER, R.: Anlage und Verwaltung der Kapitalien privater Versicherungsunternehmungen. Berlin 1914.

OTT.: Wertbeständige Kapitalanlagen in ihrer Bedeutung für die Versicherung. Ztschr. f. d. ges. V.-Wiss. 1923. Bd. 23, S. 107 ff.

QUITTNER, P.: Investment. Moderne Prinzipien der Vermögensanlage. Berlin 1930.

RAYNES, H. E.: The Place of Ordinary Stocks and Shares (as distinct from Interest bearing Securities) in the Investment of Life Assurance Funds. Journal of the Institute of Actuaries. London 1928. S. 21 ff.

REISCH, R.: Die Bewertung der öffentlichen Anlehens-Titres in den Bilanzen der Aktiengesellschaften. Bankarchiv. IX. Jahrg., Nr. 20, Berlin 1910.

SMITH, E. L.: Common Stocks as long Term Investments. New York 1928.

Die privaten Versicherungsunternehmungen in der Schweiz. Berichte des eidgenössischen Versicherungsamts, 1886—1928.

Veröffentlichungen des Reichsaufsichtsamt für Privatversicherung.

Memento Alphabétique de la Législation sur les Sociétés, Paris, Georges Roustain.

Bulletin des Lois de la République Française, No. 2293, 1901.

Verhandlungen des Reichstags.

Assekuranzjahrbuch, begründet von A. Ehrenzweig.

Bankarchiv.

Neumanns Zeitschrift für Versicherungswesen.

Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft.

Zeitschrift für Versicherungswesen.

Geschäftsberichte der schweizerischen Versicherungsgesellschaften und anderer Unternehmungen.

Öffentliches Kursblatt der Basler und der Zürcher Börse.

Berichte von schweizerischen Banken.

Bulletin der Schweizerischen Nationalbank.

The Statist, London.

The Economist, London.

The Commercial and Financial Chronicle, New York.

Gutachten, Denkschriften und Verhandlungen der internationalen Kongresse für Versicherungswissenschaft.

Frankfurter Zeitung.

Basler Nachrichten.

Journal of Commerce, New York.

The Financial Times, London.

L'Information, Paris.

Curriculum vitae.

Am 29. April 1908 wurde ich in Freiburg i. B. als Sohn des heute in Basel wohnenden schwedischen Heilgymnasten Wilhelm Heinertz und seiner Ehefrau Selma geb. Svensson geboren. Heimatberechtigt bin ich in Helsingborg (Schweden).

Ich besuchte in Basel die Primarschule (1915—1919), hierauf die untere und die obere Realschule, welche ich im Jahre 1927 mit dem Reifezeugnis verließ. Im Sommersemester desselben Jahres immatrikulierte ich mich an der Universität Basel und besuchte an dieser während zehn Semestern Vorlesungen und Übungen der Herren Professoren Bächtold, Bauer, Furlan, Haab, Landmann, Mangold, Michels, Ostrowski, Ritschl, Ruck, Salin, Simonius, Spieß, Wackernagel, Wieland.

Die vorliegende Dissertation entstand unter der Leitung von Herrn Professor Dr. L. V. Furlan. Das mündliche Doktorexamen bestand ich am 3. März 1932.

Eric Bertil Heinertz.